UNIVERSITÉ DE MONTPELLIER — FACULTÉ DE DROIT

L'ADMISSION

DES

VALEURS A LA COTE

DE LA BOURSE DE PARIS

THÈSE

POUR LE DOCTORAT ÈS SCIENCES POLITIQUES ET ÉCONOMIQUES

PAR

Charles PÉRIÉ

AVOCAT A LA COUR D'APPEL DE NIMES

LAURÉAT DE L'UNIVERSITÉ ET DE LA VILLE DE MONTPELLIER



MONTPELLIER

IMPRIMERIE FIRMIN ET MONTANE

Rue Ferdinand Fabre et Quai du Verdanson

1915

L'ADMISSION

DES

VALEURS A LA COTE

DE LA BOURSE DE PARIS

UNIVERSITÉ DE MONTPELLIER — FACULTÉ DE DROIT

L'ADMISSION

DES

VALEURS A LA COTE

DE LA BOURSE DE PARIS

THÈSE

POUR LE DOCTORAT ÈS SCIENCES POLITIQUES ET ÉCONOMIQUES

PAR

Charles PÉRIÉ

AVOCAT A LA COUR D'APPEL DE NIMES

LAURÉAT DE L'UNIVERSITÉ ET DE LA VILLE DE MONTPELLIER



MONTPELLIER

IMPRIMERIE FIRMIN ET MONTANE

Rue Ferdinand Fabre et Quai du Verdanson

1915

UNIVERSITE DE MONTPELLIER

Faculté de Droit

MM. **Brémond,** Doyen, professeur de Droit administratif.
Charmont, professeur de Droit civil.
Chausse, professeur de Droit romain.
Valéry, professeur de Droit commercial, chargé du cours de Droit international privé.
Perreau, professeur de Procédure Civile (suppléé).
Moye, professeur de Droit international public.
Morin, professeur de Droit civil approfondi.
Bridrey, professeur de Droit romain.
Ricol, agrégé, chargé d'un cours de Droit civil.
Donnedieu de Vabres, agrégé, chargé d'un cours de Droit criminel.
Perrot, agrégé, chargé d'un cours d'Histoire du Droit.
Moride, chargé des fonctions d'agrégé (Économie politique).
Dubois, chargé des fonctions d'agrégé (Droit constitutionnel).
Vigié, Doyen honoraire.
Laborde, professeur honoraire.
Rochette, secrétaire.

Membres du Jury :

MM. **Valéry,** *président.*
Chausse. } *assesseurs.*
Ricol.

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

A MON ONCLE

MONSIEUR ALBERT GIRARD

Directeur honoraire du Crédit Lyonnais de Nîmes

L'ADMISSION

DES

VALEURS A LA COTE

DE LA BOURSE DE PARIS

INTRODUCTION

Le législateur du Code civil avait posé, dans l'article 516, la distinction des biens en meubles et immeubles ; mais de toute son œuvre, se dégage la préoccupation dominante de protéger tout particulièrement le patrimoine immobilier, considéré comme plus stable et plus avantageux. A ce moment, la fortune immobilière apparaissait comme la richesse par excellence, tandis que la fortune mobilière était l'objet d'une sorte de dédain. La vieille maxime « *res mobilis res vilis* » avait donc été adoptée par le législateur de l'an XII, et son œuvre s'en est ressentie.

Mais dans le cours du XIX[e] siècle, une transformation profonde s'est produite. La fortune mobi-

lière, autrefois méprisée, a acquis un développement immense, et les auteurs sont unanimes à reconnaître qu'elle est devenue au moins l'égale de la fortune immobilière, et que, même, l'avenir lui réserve peut-être le premier rang (1). M. Caillaux, ministre des finances, déclarait à la tribune du Sénat que, « de tout l'ensemble des chiffres et des documents recueillis, on peut hardiment conclure que, loin de décroître, la fortune publique, en France, va en augmentant d'une façon continue » (2). Et M. Edouard Théry, au Congrès des valeurs mobilières de 1900, présenta, au sujet de l'accroissement constant du portefeuille français, le tableau ci-dessous, qui se passe de tout commentaire.

31 décembre 1850......	9.127 millions
31 décembre 1860......	20.869 —
1er juillet 1880..........	55.915 —
1er juillet 1890.........	73.677 —
31 décembre 1899......	86.882 —

Il ressort donc bien nettement de tout ceci que les valeurs mobilières, qui constituent les biens meubles par excellence, ont pris un essor extraordinaire à notre époque.

Précisons donc, dès maintenant, ce que c'est qu'une valeur mobilière, ou, comme on dit plus cou-

---

(1) *Sic* : G. Baudry-Lacantinerie. Précis de droit civil, I, 1236. — A. Neymarck. Finances contemporaines, 1905, *passim*. — R.-G. Levy. La fortune mobilière de la France à l'étranger. *Revue des Deux-Mondes*, 1897.

(2) Sénat. Débats parlementaires, 30 mars 1900.

ramment, une valeur de Bourse. Une valeur mobilière se présente sous la forme matérielle d'un simple morceau de papier, représentant le prêt d'un capital consenti par un capitaliste à un emprunteur quelconque, Etat, compagnie, société, ou la participation du capitaliste à l'entreprise, à charge pour l'emprunteur de restituer ultérieurement le capital au prêteur, et de lui servir, en attendant, un intérêt ou un dividende.

On le voit, il y a essentiellement une notion de prêt. Si les valeurs mobilières furent rares et peu répandues il y a une centaine d'années, c'est que le public,même épargnant des sommes importantes, hésitait à s'en défaire entre les mains d'un emprunteur. C'était le temps où le paysan enfouissait dans son armoire des pièces d'or et d'argent soigneusement enveloppées dans le traditionnel « bas de laine ». A ce moment-là, les masses paysannes, qui constituent cependant le type de la population épargnante, n'avaient pas encore compris que l'épargne n'est utile à un individu qu'autant que son argent va se trouver engagé dans des œuvres de production, industrie, commerce, souscription nationale, et que, suivant une maxime très juste: « épargner c'est dépenser ».

C'est cette mentalité orientée vers la thésaurisation qui tend de plus en plus à disparaître, à mesure que l'homme devient plus cultivé, et qu'il comprend qu'en achetant des valeurs mobilières il obtiendra un profit plus considérable, sans courir, pour cela, des risques sérieux.

Ce phénomène d'ordre psychologique s'est pratiquement traduit dans le domaine économique par un accroissement corrélatif de l'importance des valeurs de Bourse. C'est d'abord vers les entreprises françaises que se tournèrent les prêteurs français, poussés beaucoup moins, croyons-nous, par un sentiment patriotique que par la recherche d'une sécurité plus grande. Graduellement, les capitalistes s'enhardissant, et voulant consacrer plus d'argent aux placements, s'orientèrent vers des entreprises françaises situées à l'étranger (1). Mais comme la fortune de la France croissait plus rapidement encore que les emplois qu'elle trouvait à l'intérieur de ses frontières, les prêteurs acceptèrent les sollicitations des emprunteurs étrangers, Etats ou sociétés, et c'est ainsi que les valeurs étrangères s'introduisirent sur notre marché.

C'est ainsi que s'est accrue sans cesse la puissance d'épargne de notre pays, que tous, humbles ou riches, participent aux placements financiers, et que, suivant la pittoresque expression de M. Neymarck, notre pays présente « une véritable poussière de titres, une poussière de revenus ».

A cette disposition d'esprit des individus qui les porte de plus en plus à s'orienter vers les placements, il faut ajouter les besoins sans cesse croissants de l'industrie et du commerce, faisant constamment des appels plus pressants à l'épargne.

---

(1) R.-G. Lévy. *Loc. cit.*, p. 420.

On comprend fort bien, en présence de deux courants qui se complètent si bien, qu'il y ait intérêt à rapprocher le plus possible les emprunteurs et les capitalistes désireux de consentir des prêts.

C'est à cette notion que répond l'institution d'une Bourse. La Bourse est le marché public où s'opèrent les négociations des valeurs mobilières.

Un tel marché existait depuis bien longtemps, mais à l'état embryonnaire. C'est graduellement qu'il s'est développé jusqu'au point de perfection où il est arrivé aujourd'hui.

On trouve les premières traces d'un marché servant de réunion aux négociants, marchands et intermédiaires s'occupant de change, dans une ordonnance de Philippe le Bel de février 1304 (1). A ce moment-là, le marché était des plus rudimentaires ; le capital s'échangeait contre la valeur sans aucun contrôle; les parties traitaient leurs affaires isolément et les cours s'établissaient d'une façon quelconque. Quelques années plus tard, la Bourse de Paris fut transportée dans la Cour du Palais de Justice. Sous la Régence, au moment où le système de Law excitait les esprit à la spéculation et à l'agiotage, la Bourse se tenait rue Quincampoix. On sait le sort de la Banque de Law ; elle entraîna bien des agioteurs dans sa déconfiture; la Bourse en reçut un rude coup. Son activité ne fut cepen-

(1) « Que le change de Paris sera sur le Grand Pont, du côté de la grève, entre la grande arche et l'église de Saint-Leufroy ... »

dant pas entièrement supprimée, et nous savons qu'en 1720, les négociants se réunissaient à l'Hôtel de Soissons (1). Le marché, ainsi établi, fut particulièrement bruyant, et l'on vit s'introduire dans l'enceinte réservée aux négociations financières ce que l'ordonnance du 22 juillet 1720 appelle « des artisans, ouvriers, colporteurs, gens de livrée, ou sans aveu » (2). Ces individus, nous dit l'ordonnance du 16 août 1720 exposaient en vente « des tabatières, montres, cannes, et autres nippes et marchandises de toutes espèces, tant dedans que dehors ledit enclos, ce qui trouble la tranquillité des assemblées et est directement contraire aux intentions de Sa Majesté » (3). Finalement, Sa Majesté prit le parti de supprimer purement et simplement le marché ! (4)

La spéculation ne disparut pas pour cela, mais elle se manifesta d'une façon furtive et illicite. Nous savons notamment, par une sentence de police du Châtelet de Paris, du 8 novembre 1720 (5), qu'un commissaire de police d'alors, s'étant transporté rue de l'Arbre-Sec, dans la boutique d'un

---

(1) Manuel des agents de change, p. 50. Ceci fut établi par ordonnance du 20 juillet 1720 ; le 22 juillet, une sorte de règlement de police organisait le marché établi à l'hôtel de Soissons.

(2) Manuel des agents de change, p. 50.

(3) *Id.*, p. 51.

(4) Arrêt du Conseil du 25 octobre 1720. Manuel des agents de change, p 56.

(5) *Id.*, p. 58.

nommé Rossignol, « marchand de caffé », aurait trouvé la boutique pleine de négociants, « lesquels n'étaient qu'en conversation d'affaires de commerce ». Ceux-ci, nous dit le texte, auraient répondu au commissaire « qu'il fallait bien qu'ils trouvassent quelques moyens pour se défaire de leurs effets ».

Ce motif, évidemment juste, donna-t-il à réfléchir au Gouvernement ? Quoi qu'il en soit, un arrêt du 24 septembre 1724 (1) créait à nouveau une Bourse dans la ville de Paris, rue Vivienne, « pour les négociations des lettres de change, billets au porteur et à ordre, et autres papiers commerçables, et des marchandises et effets ; et pour y traiter des affaires de commerce, tant de l'intérieur que de l'extérieur du royaume ». En même temps, cet arrêt réglementait, d'une façon très détaillée, la police intérieure de la Bourse.

Sous la Convention, des troubles dans le fonctionnement du marché obligèrent les pouvoirs publics à en prononcer la fermeture provisoire. La réouverture eut lieu en 1795 : un nouveau local était désigné : c'était le rez-de-chaussée du Louvre. Une spéculation intense obligea le Gouvernement à fermer la Bourse très peu de temps après. Elle reparut en 1796, et subit jusqu'en 1826 de multiples changements d'emplacement, se tenant succes-

(1) Manuel des agents de change, p. 60. L'emplacement de ce nouveau marché était rue Vivienne, dans l'hôtel de Nevers, aujourd'hui la Bibliothèque nationale.

sivement dans l'église des Petits-Pères, au Palais-Royal, et dans un bâtiment situé sur le terrain des Filles Saint-Thomas. Enfin, le 2 novembre 1826, elle était transférée dans le Palais qu'elle occupe encore aujourd'hui. Ses pérégrinations étaient terminées et elle pouvait songer à s'organiser intérieurement.

Ce désir d'organisation et de perfectionnement se manifeste de plus en plus nettement au cours du développement de la Bourse. A l'heure actuelle, on peut dire que si l'on n'a évidemment pas atteint la perfection, du moins notre marché financier apparaît comme supérieurement organisé.

C'est graduellement que se sont établies toutes les mesures de perfectionnement auxquelles nous faisons allusion, et qui concourent toutes à procurer à notre marché financier la régularité, la stabilité, la sincérité, la sécurité. C'est dans ce but que nous voyons, au cours des siècles précédents, de nombreux textes émanant du Gouvernement qui règlementent la police intérieure et la tenue du marché (1). C'est dans ce but que, dès 1774, par un arrêt du Conseil d'Etat du 30 mars, est créé, dans la salle de la Bourse, un emplacement spécial ré-

---

(1) Voici les dates des principaux textes : Ordonnances du 22 juillet et du 16 août 1720. Arrêt du Conseil du 24 septembre 1724. Règlement du 5 septembre 1784. Loi sur la police de la Bourse du 20 octobre 1795. Ordonnances de police du 6 novembre 1830 et du 12 janvier 1831. Décrets du 7 octobre 1890 et du 29 juin 1898.

servé aux agents de change et qui est l'origine du Parquet actuel (1). C'est encore dans ce but que nous voyons, dès le règne de Charles IX, ébaucher une réglementation des courtiers et intermédiaires de Bourse, réglementation et organisation évidemment rudimentaires, mais qui constituent le premier pas effectué vers la situation actuelle, où nous trouvons, à la tête de notre marché, un corps d'officiers ministériels, appelés agents de change, jouissant du monopole de servir d'intermédiaires dans les négociations relatives aux valeurs de Bourse. Actuellement, ce groupe d'hommes présentant des garanties d'honorabilité préside à la tenue de notre marché financier, sous la direction et le contrôle d'une Chambre syndicale composée d'agents de change élus par leurs confrères. Les conditions d'admission à charge d'agent de change, le fort cautionnement imposé au titulaire de l'office sont autant de garanties de sécurité sur lesquelles le capitaliste est en droit de compter (2). Il y a bien, à côté de la Compagnie des agents de change, une autre catégorie d'intermédiaires appelés banquiers-coulissiers, et certaines personnes ont voulu voir en eux un élément de trouble et de mauvaise tenue du marché. Mais ici encore, la réglementation est

(1) Manuel des agents de change, p. 76. Comparer également : ordonnance du préfet de police du 1er thermidor an IX, art. 12, et arrêté du 27 prairial an X, art. 23.

(2) Voir plus loin : Deuxième partie, Chapitre premier, Section première.

intervenue, et les coulissiers se sont volontairement donné des lois qu'ils se défendent d'enfreindre, à tel point que, dans le domaine financier qui leur est réservé, ils inspirent aux capitalistes une légitime confiance (1).

Mais si des perfectionnements notables se sont introduits peu à peu dans l'organisation intérieure de la Bourse, et dans ce que nous pourrions appeler le personnel de cette Bourse, on en trouve aussi dans ce qui constitue les attributions de ce personnel, et notamment dans ses rapports avec le public. Il n'est pas besoin d'insister sur la nécessité impérieuse d'entourer toutes les négociations qui se traitent en Bourse d'une sincérité et d'une régularité sans lesquelles le capitaliste se montrerait hésitant et, peut-être même, s'abstiendrait de toute opération. Ce qui le prouve, mieux que tout raisonnement, c'est que les agents de change, avant même que le législateur eût édicté sur ce sujet des principes incontestables, avaient déjà ressenti la nécessité de soumettre les opérations de Bourse à des obligations et à des conditions sérieuses; en effet, leur Chambre syndicale avait délibéré dès l'an X une réglementation en vue « de préciser les délais dans lesquels chaque nature d'effets publics sera livrée et payée, et de prendre des mesures certaines pour assurer l'exactitude des livraisons et des paiements » (2). Ce n'était là qu'un début. Il fut

(1) Voir plus loin : Première partie, Chapitre II.
(2) Manuel des agents de change, p. 232 Cette déclara-

suivi par la rédaction de statuts, remaniés à plusieurs reprises, la matière étant chaque fois serrée d'un peu plus près. Le décret du 7 octobre 1890 et le règlement particulier de la Compagnie des agents de change de Paris, en date du 3 décembre 1891, complétant et interprétant le décret, devaient parfaire l'œuvre ébauchée ; maintenant chaque modalité des opérations pratiquées à la Bourse est rigoureusement réglementée. Qu'il y ait marché au comptant, marché à terme, marché à prime, report, toujours les droits et obligations résultant du contrat sont nettement précisées (1). Cela contribue largement à la bonne tenue de notre Bourse.

---

tion, en date du 10 fructidor an X (28 août 1802), fut homologuée, le 28 fructidor par le ministre de l'intérieur, dans l'attribution duquel la Compagnie des agents de change était encore placée à cette époque.

(1) L'étude de ces diverses modalités des opérations de Bourse n'entre pas dans le cadre de notre ouvrage. Néanmoins, ces termes pouvant revenir dans le courant de nos développements, nous pouvons en préciser très succinctement le sens. Le marché au comptant est le plus simple : c'est celui où acheteur et vendeur se livrent immédiatement l'un le titre, l'autre l'argent Dans le marché à terme, la conclusion du contrat est différée, les contractants n'ont souvent pas par devers eux l'argent ou les titres qu'ils se sont engagés à remettre à l'échéance du terme, mais l'acheteur, qui s'est engagé pour un cours déterminé, espère qu'au moment du terme le cours des valeurs sera plus élevé, ce qui lui permettra de bénéficier de la différence (spéculateur haussier), tandis que le vendeur espère, lors de l'échéance du terme, pouvoir trouver sur le marché les titres qu'il a promis, à un prix plus bas que celui auquel

Mais ce n'est pas tout. Il est encore nécessaire de perfectionner notre marché, en constatant, d'une façon officielle et incontestable, les cours des différentes valeurs. Il est également utile de n'admettre sur ce marché que des valeurs présentant une sécurité satisfaisante. C'est à ce double but de précision des cours et de protection de l'épargne que correspond la notion d'une cote officielle.

La cote officielle est un bulletin publié par la Compagnie des agents de change et qui renferme, d'une façon générale, les cours au comptant et à terme de toutes les valeurs de Bourse, françaises ou étrangères, qui ont obtenu, de la part de la Chambre syndicale, leur admission sur ce Bulletin.

La définition que nous venons de donner montre que les valeurs ne sont admises sur ce Bulletin qu'après une délibération de la Chambre syndicale

---

il les a vendus (spéculateur baissier). C'est là de la véritable spéculation. Parfois, les spéculateurs prennent la précaution de traiter un marché à prime ; ce sera un moyen de limiter leur risque, car, de la sorte, l'un quelconque des contractants pourra résilier le marché, moyennant abandon de la prime convenue. Enfin, dans le report, l'intervention d'un tiers complaisant permet la continuation de l'opération à terme, en ce sens que le spéculateur à la hausse, par exemple, déçu dans ses espérances, au moment de l'arrivée du terme, peut, s'il est convaincu que la hausse reviendra, conserver sa position en vendant au comptant à un tiers les titres qui lui ont été livrés, et en les rachetant à terme à ce tiers, moyennant une légère différence de prix; le tiers bénéficie de cette différence, et en même temps notre spéculateur conserve sa position.

des agents de change. Nous donnerons plus loin toutes les précisions relatives à ces délibérations, et nous verrons, notamment, que, dans certains cas, une approbation gouvernementale est nécessaire. Mais ici, dans ces considérations générales, nous avons voulu indiquer dès le début que les valeurs de Bourse, à l'exception des fonds d'Etat français, ne trouvent pas place de plein droit dans le *Bulletin de la Cote.*

Puisque l'admission est sujette à discussion, nous trouverons certainement, parmi les valeurs de Bourse, des valeurs admises à la cote officielle, et des valeurs qui n'y sont pas admises. Ces dernières, qui, d'ailleurs, peuvent comprendre d'excellentes valeurs, feront l'objet de l'activité des banquiers-coulissiers, car, si rien ne s'oppose à ce que les agents de change puissent faire des négociations sur ces valeurs, par contre, les coulissiers ne sont tolérés qu'autant qu'ils bornent leur intervention à des valeurs non admises à la cote officielle. En somme, la notion de cote crée une ligne de démarcation très nette entre les domaines respectifs des agents de change et des coulissiers, et c'est pourquoi une étude de la cote doit nécessairement s'accompagner d'une étude du marché officiel des agents de change, et d'une étude de son contraire, le marché libre des banquiers-coulissiers.

Au milieu de cette question si touffue de la Bourse, si fertile en controverses, en discussions et en problèmes financiers intéressants, c'est la question spéciale de l'admission à la cote que nous voulons

plus spécialement envisager dans cet ouvrage. Toutes les notions générales qui précèdent, en même temps qu'elles nous ont permis de montrer dès maintenant la place importante que tient la notion de cote dans le problème de la Bourse des valeurs, nous ont aussi fourni l'occasion de définir sommairement, sauf à y revenir plus tard, quelques termes qui reviendront souvent dans nos développements, tels que : valeur mobilière, Bourse, marché officiel, marché libre, agent de change, chambre syndicale, coulissier. Ces quelques définitions étaient nécessaires, avant de pénétrer dans l'étude même de l'admission à la cote.

Nous allons maintenant, dans une première partie, examiner en détail la cote, sa description, son utilité, et donner un aperçu historique de l'admission des différentes catégories de valeurs.

Pénétrant ensuite au cœur même du sujet, nous examinerons, dans une deuxième partie, les formalités mêmes de l'admission, au marché officiel, et aussi au marché libre,en distinguant entre les fonds d'Etats et les valeurs des sociétés privées, entre les valeurs françaises et les valeurs étrangères.

Enfin, dans une troisième partie, nous essaierons de dégager quelques-unes des conséquences qu'entraîne l'admission au point de vue de la nature juridique de la valeur, en considérant, notamment, la sécurité de la valeur admise, sa situation au point de vue de sa négociation, l'influence de la cotation sur le régime fiscal auquel elle est soumise.

PREMIÈRE PARTIE

NOTIONS GÉNÉRALES ET HISTORIQUES

Quand on se livre à l'étude d'une institution existant à l'époque actuelle, il est presque toujours utile de jeter auparavant un coup d'œil sur le passé. Cet aperçu historique montre comment l'institution est sortie des faits, comment elle a évolué, comment elle s'est développée ; en même temps, on peut mieux comprendre à quelles nécessités pratiques a répondu sa création, et cela permet de diriger les perfectionnements dans un sens utile.

Nous exposerons comment s'est développée la cote officielle jusqu'à sa forme actuelle ; nous la décrirons telle qu'elle se présente à nous aujourd'hui ; nous montrerons quelle est son utilité pratique. Nous rechercherons enfin, au point de vue historique, comment les différentes valeurs y ont été successivement admises.

CHAPITRE PREMIER

LA COTE OFFICIELLE

Section Première

LE DÉVELOPPEMENT HISTORIQUE DE LA COTE OFFICIELLE

La définition de la cote que nous avons donnée dans notre introduction nous paraît, momentanément, suffisante pour éclairer les développements qui vont suivre. Cette définition sera, d'ailleurs, complétée par la description de la cote officielle, telle que nous la donnerons plus loin.

Essayons, dès maintenant, de dégager, par l'examen de quelques textes anciens, les développements successifs pris par la cote au cours des siècles.

Il semble résulter de quelques documents que, primitivement, les prix étaient manifestés oralement par un procédé très simple, celui du « cri des effets », sans qu'on puisse établir, d'une façon précise, si cette pratique était réalisée par l'intervention d'un écrivain-crieur préposé spécialement à cet effet, ou si c'étaient les parties qui annonçaient à voix haute à quel cours s'effectuaient leurs transactions. Nous verrons, d'ailleurs, le cri des effets se perpétuer assez longtemps. Cette pratique est for-

mellement mentionnée dans l'arrêt du conseil du 24 septembre 1724, qui, précisément, l'interdit, dans son article 15 (1), pour le motif suivant : « Afin d'establir l'ordre et la tranquillité à la Bourse, et que chacun y puisse traiter de ses affaires sans estre interrompu, Sa Majesté deffend d'y annoncer le prix d'aucun effet à voix haute, et de faire aucun signal ou autre manœuvre pour en faire hausser ou baisser le prix.... » Des peines étaient édictées contre les contrevenants.

Ce cri, ainsi supprimé, devait être rétabli par l'arrêt du Conseil d'Etat du 30 mars 1774 (2). Le Conseil obéissait à la considération « qu'il est important que les variations dans les prix des effets commerçables soient constatées d'une manière authentique... et que des négociations aussi importantes doivent être remplies avec la plus grande exactitude..» Il fut donc décidé, par l'article 2, que, « à mesure qu'il y aura une variation dans le prix, elle sera annoncée par l'acheteur en nommant son vendeur ou par le vendeur en nommant son acheteur. » Mais ce cri par l'acheteur ou le vendeur était réservé aux seuls effets royaux.

Cette forme du cri des effets devait être modifiée par l'arrêt du Conseil du 2 décembre 1786, en ce sens que les cours devaient être annoncés par les agents de change (3).

---

(1) Manuel des agents de change, p. 64.
(2) *Id.*, p. 76.
(3) *Id.*, p. 101.

Remarquons que tout ceci ne constituait qu'une constatation orale des cours, et la notion de cote nous donne, au contraire, l'idée d'un bulletin écrit. Mais, à en juger par certains textes, il paraît qu'il y avait déjà, à ce moment, une notation écrite des cours.

C'est du moins ce qui semble résulter des articles 3 et 4 de l'arrêt du Conseil du 7 août 1785 (1) : « Veut Sa Majesté que les négociations d'effets royaux et d'autres effets publics ne puissent être faites validement que par l'entremise des agents de change, ni en d'autres lieux qu'à la Bourse, où le cours d'iceux sera coté, aux termes des règlements, par deux desdits agents de change... Fait défense Sa Majesté auxdits agents de change de coter à la Bourse d'autres effets que les effets royaux et les cours des changes.» Ce texte semble bien faire allusion à une obligation, pour les agents de change, de constater les cours de leurs négociations. Effectivement, ils les réunissaient en un tableau que les journaux du temps, notamment la *Gazette de France,* inséraient dans leurs colonnes (2). Cette cotation officieuse fut interdite par un arrêt du Conseil, du 14 juillet 1787. Le roi estimait « qu'il est de sa sagesse et même de sa justice, d'ôter aux spéculations qui offensent l'honnêteté publique toute facilité et tout aliment » ; il désirait surtout « ne leur pas permettre cette espèce de publicité qui ne doit

(1) Manuel des agents de change, p. 83.

(2) Le Manuel des agents de change, page 106, signale

être accordée par le Gouvernement qu'à celles qu'il est dans le cas d'approuver ». En conséquence, disait l'arrêt, « veut Sa Majesté, qu'à l'exception des actions de la Caisse d'escompte, aucuns des papiers et effets des compagnies et associations... ne puissent être négociés à la Bourse, et n'y puissent être criés et cotés, ni y jouir d'aucuns des avantages qui n'appartiennent et ne doivent appartenir qu'aux effets royaux. Veut aussi Sa Majesté que le cours desdits papiers et effets des compagnies et associations particulières ne puisse être inséré dans les journaux et papiers publics. » Cette disposition formelle eut pour effet d'arrêter, pendant quelque temps au moins, la cotation des cours (1).

---

la liste des effets qui étaient négociés à cette époque, d'après la *Gazette de France* du 20 juillet 1787 :

Effets royaux	Autres effets
Actions des Indes.	Emprunt ville.
Actions 18/25.	Série sortie.
Emprunt d'octobre.	Série non sortie.
Emprunt de décembre 1782	Actions nouvelles.
Loterie d'avril 1783.	Doublement.
Loterie d'octobre 1783.	Caisse d'escompte.
Emprunt de 125 millions.	Caisse d'actions nouvelles.
Emprunt de 80 millions.	Eaux de Paris.
Sans bulletin.	Reconnaissance de bulletin
Bulletin.	Viager 1787.

(1) En exécution de cette disposition, les journaux du temps ne mentionnèrent plus que les effets placés sous la rubrique « Effets royaux ». (Voir note précédente.) On y ajouta seulement quatre autres effets pris dans la deuxième rubrique : Viager 1787, Emprunt ville, Série non sortie, Caisse d'Escompte.

Mais il paraît que cette interdiction ne produisit pas de longs effets, et que dès 1790, tous les effets reparaissaient dans les tableaux des cours. Le droit ne tarda d'ailleurs pas à être mis d'accord avec le fait, et l'arrêté du 15 pluviôse an IV réorganisait le mode de constatation des cours. Voici quelle était la teneur de ce texte :

« Le Directoire exécutif, considérant que, jusqu'à ce que les règlements nécessaires pour la tenue de la Bourse soient complétés, il importe de pourvoir, dès à présent, à ce que le cours des négociations soit constaté, d'une manière authentique, par des agents chargés spécialement de cette opération, et d'établir un moyen de correspondance avec ces agents, arrête ce qui suit :

» Article premier. — Les agents de change actuellement en exercice nommeront entre eux un syndic et quatre adjoints, pour constater les cours des changes et des négociations.

» Art. 2. — Le syndic correspondra particulièrement avec le Gouvernement. Il sera chargé d'envoyer exactement chaque jour le bulletin du cours du change à la Trésorerie nationale et au ministre des Finances. » (1)

Cette disposition se trouve confirmée par plusieurs textes, promulgués à des intervalles assez rapprochés.

Tout d'abord, une loi du 28 ventôse an IX, rela-

---

(1) Manuel des agents de change, p. 184.

tive à l'établissement des Bourses de commerce (1), déclare, dans son article 7, que « les agents de change et courtiers... auront seuls le droit... de constater le cours du change, celui des effets publics, marchandises, matières d'or et d'argent, et de justifier, devant les tribunaux ou arbitres, la vérité et le taux des négociations, ventes ou achats. »

Quelques mois après, une ordonnance du préfet de police, en date du 1er thermidor an IX (2), concernant la police de la Bourse, précise d'une façon très complète comment seront constatés les cours des différentes valeurs. Nous en citerons quelques extraits, ne fût-ce que pour montrer que certaines des dispositions renfermées dans cette ordonnance sont encore en vigueur aujourd'hui. D'abord, on rétablit l'ancienne pratique du cri des effets : « Il y aura, pour le service de la Bourse, un crieur public ; ce crieur sera nommé par les syndics et les adjoints : il annoncera les cotes des effets publics négociés sur le parquet. » (article 16). L'article 17 édicte des formalités qui sont encore pratiquées à la Bourse de Paris. Voici sa teneur : « A la fin de chaque séance de la Bourse, les agents de change se réuniront dans le Parquet de la Bourse : 1° pour vérifier les cotes des effets publics ; 2° pour en faire arrêter le cours par le syndic et un adjoint, ou par deux adjoints en cas d'absence du syndic. »

On le voit, la réglementation commençait à se des-

---

(1) Manuel des agents de change, p. 205.
(2) *Id.*, p. 217.

siner ; mais néanmoins, des fluctuations devaient encore se produire. En effet, peu de temps après, un arrêté du 27 prairial an X réorganisait, en les précisant encore mieux, toutes les formalités qui accompagnent le fonctionnement des Bourses de commerce. Son article 25 disait, en effet : « Ne sera crié à haute voix que le cours des effets publics ; quant aux actions de commerce, lettres de change et billets, tant de l'intérieur que de l'étranger, leur négociation, en exigeant l'exhibition et l'examen, ne pourra être faite à haute voix, et les cours auxquels elle aura donné lieu seront recueillis, après la Bourse, par les syndics et adjoints, et cotés sur le bulletin des cours. » (1)

On maintenait donc le cri de la cote pour les effets publics, et l'on doit entendre par là, suivant MM. Lyon-Caen et Renault (2), « les titres émis par des personnes morales ayant un caractère public, spécialement les rentes sur l'Etat français ou les Etats étrangers, les bons du Trésor public français, les titres émis par les départements et les villes ou avec l'autorisation des pouvoirs publics, les actions et obligations des compagnies de chemins de fer, actions et obligations des sociétés anonymes créées avec l'autorisation du Gouvernement ».

Bien que le Code de commerce, dans son article 76, n'y fit aucune allusion, l'usage de crier les

(1) Manuel des agents de change, p. 231.

(2) Lyon-Caen et Renault. Manuel de droit commercial, 1913, n° 812.

cours des valeurs fut conservé assez longtemps. Néanmoins, il tomba peu à peu en désuétude, et la pratique de la Bourse ne le maintenait guère que pour les rentes sur l'Etat français et les actions de la Banque de France.

Le décret du 7 octobre 1890 règlemente actuellement la matière. Il supprime définitivement la pratique de crier les cours. La constatation se fait par écrit. Voici, en effet, ce que dit l'article 77 : « Les cours, successivement déterminés par les négociations au comptant, sont, au fur et à mesure qu'ils se produisent, inscrits sur un registre spécial... Dans tous les cas, les agents de change se réunissent, à l'issue de la Bourse, pour vérifier et arrêter la cote des cours pour les valeurs, le change et les matières métalliques.» (1) En pratique, ce sont des fonctionnaires spéciaux, siégeant dans l'enceinte de la Bourse, qui constatent les cours et les inscrivent sur des registres. Ensuite, sur la proposition de la Chambre syndicale, la Compagnie des agents de change délibère en vue d'établir les cours exacts des valeurs, et c'est de cette délibération que sortira la cote officielle (2). Là ne s'arrêtent pas les formalités nécessaires ; « aussitôt que le bulletin de la cote a été arrêté..., il est signé par le syndic, affiché

(1) On remarquera que cette disposition est directement imitée de l'art. 17 de l'ordonnance du 1er thermidor an IX, cité plus haut.

(2) Règlement particulier de la Compagnie des agents de change, art. 72.

dans l'intérieur de la Bourse et publié par les soins de la Chambre syndicale. Une copie de ce bulletin est adressée immédiatement au préfet, ainsi qu'au ministre des finances » (1). La cote sera ainsi officiellement constituée et approuvée par l'autorité compétente.

Le développement de la cote, depuis son stade rudimentaire jusqu'au moment où nous la trouvons constituée comme elle l'est actuellement, apparaît donc comme très clair ; nous voyons graduellement s'introduire dans la rédaction de la cote une plus grande netteté, une plus grande précision ; nous voyons s'affirmer le désir de faire de la cote officielle un instrument utile au capitaliste qui aura à l'utiliser, une pièce sur la sincérité de laquelle il pourra compter.

Ayant ainsi exposé les développements successifs pris par la cote avant d'arriver à la forme sous laquelle elle se présente actuellement à nous, nous allons, maintenant, essayer de jeter un coup d'œil sur la cote actuelle, afin de montrer comment il est possible de se reconnaître au milieu de cet enchevêtrement de chiffres, et comment on peut tirer profit de tous les renseignements qu'elle renferme.

---

(1) Décret du 7 octobre 1890, art. 78. Rapprocher cette disposition de celle de l'article du 15 pluviôse an IV, rapportée plus haut.

Section II

ÉTUDE DESCRIPTIVE DE LA COTE OFFICIELLE

La cote officielle se présente sous la forme matérelle d'une feuille imprimée, de format analogue à celui des grands journaux, et qui est publiée, chaque jour, à la fin de la Bourse, sous le titre de *Bulletin de la Cote.*

Nous avons déjà indiqué que ce document est préparé, à la fin du marché quotidien, par les soins des membres de la Compagnie des agents de change, réunis sous la présidence d'un adjoint. A l'appel, fait par le président, de chacune des valeurs cotées, les agents de change font connaître à quel cours ils ont opéré leurs négociations. On notera donc les diverses variations des cours, suivant l'ordre dans lequel ces cours se seront présentés; on établira aussi quels ont été le premier et le dernier cours, le plus haut et le plus bas (1). Il est très utile de faire figurer ces renseignements sur la cote, car, dans la pratique, on trouve fréquemment des ordres d'achat ou de vente donnés soit au premier cours coté, soit au plus haut, soit au plus bas, soit au cours moyen.

Ce bulletin est signé par le syndic, affiché dans l'intérieur de la Bourse, et publié par les soins de la Chambre syndicale. Une copie de ce bulletin est

---

(1) Décret du 7 octobre 1890, art. 79.

adressée immédiatement au préfet, ainsi qu'au ministre des Finances (1). Il ne peut être fait de rectifications, après la publication de la cote, que pour les cours omis; ces rectifications doivent être autorisées par les adjoints de service (2). Le cours moyen, lui aussi, est définitif, et ne peut être modifié que dans le seul cas d'une erreur matérielle, après examen des adjoints de service (3). Ce cours moyen, calculé en faisant la moyenne des cours extrêmes, n'est pas expressément mentionné sur le *Bulletin de la Cote;* chaque agent de change intéressé en fait le calcul ;on affiche néanmoins à la Bourse,sous le contrôle de la Chambre syndicale, le tableau des cours moyens de toutes les valeurs se négociant au comptant. C'est là un simple renseignement, purement officieux.

Le *Bulletin de la Cote* ayant été ainsi préparé est ensuite imprimé et répandu dans le public. On peut se procurer le *Bulletin officiel de la Cote* lui-même, publié par la Compagnie des agents de change, ou bien des reproductions conformes de ce bulletin, que publient les grands journaux financiers.

Nous allons esquisser une rapide étude descriptive de la cote officielle de la Bourse de Paris.

Elle apparaît divisée en deux parties, la premiè-

---

(1) Décret du 7 octobre 1890, art. 78. Dans les Bourses non pourvues d'un parquet, l'exemplaire en question est envoyé au ministre du commerce.

(2) Règlement particulier, article 71.

(3) Règlement général, article 168.

re étant de beaucoup la plus importante et se divisant elle-même en deux sections.

La première section de la première partie renferme des valeurs sur lesquelles se réalisent à la fois des opérations au comptant et des opérations à terme. Elle présente dix-sept colonnes longitudinales, contenant chacune les renseignements que nous allons indiquer.

La première colonne fait connaître au public le taux d'émission. Pour certaines valeurs, comme le 3 0/0 français, les obligations du chemin de fer de l'Etat, les actions de la Banque de France, et de nombreux autres titres français ou étrangers. Le taux d'émission est remplacé par la mention « divers », indiquant que plusieurs émissions successives ont eu lieu.

Les trois colonnes suivantes fournissent des renseignements intéressant les opérations à terme; il s'agit des cours des reports. Les trois rubriques sont respectivement les reports du comptant à la liquidation courante, les reports du comptant à la liquidation prochaine, et les reports d'une liquidation à l'autre. Nous n'insistons pas sur le mécanisme des reports; grâce à cette opération, un spéculateur qui aura, par exemple, pris position à la baisse et qui, au moment de réaliser sa négociation, sera arrêté par une hausse persistante, pourra maintenir sa position, proroger la date de l'échéance et en obtenir l'ajournement à une liquidation ultérieure.

La cinquième colonne intéresse encore les opéra-

tions à terme; elle donne le cours de compensation. C'est la Chambre syndicale qui l'établit; nous aurons l'occasion d'en dire un mot plus loin, à propos des attributions de la Chambre syndicale (1).

La sixième colonne renferme la désignation des valeurs inscrites à la cote. Ces valeurs y sont rangées sous des rubriques diverses. En tête figurent les fonds d'Etat français, les fonds garantis par le Gouvernement français, les emprunts de colonies et protectorats; puis viennent les emprunts de villes, parmi lesquels les nombreux emprunts de la ville de Paris.

La rubrique suivante s'applique aux valeurs françaises autres que celles mentionnées plus haut. Les valeurs étrangères figurent à la fin de cette partie du *Bulletin* et sont divisées en deux groupes, les fonds d'Etats, et les titres émis par les compagnies, sociétés, entreprises étrangères.

A côté de la désignation même de la valeur, figurent quelques renseignements de nature à intéresser le public; le plus souvent, on indique le taux d'intérêt fourni par la valeur, sa date d'émission; s'il s'agit d'un titre amortissable, on indique la date d'amortissement définitif, et le mode de remboursement (2). A côté des fonds garantis par le Gouvernement français figurent les dates des lois

---

(1) Voir plus loin : Deuxième partie, Chapitre premier, Section première.

(2) Exemple : 3,5 °/₀ français « amortissable, remboursable à 200 francs par coupures de 7 francs de rente, de 1915 à 1939 ».

accordant cette garantie (1). Il arrive, en matière de titres de rentes, que les cours diffèrent suivant l'importance des coupures; la cote en portera la mention et indiquera le cours afférent à chaque montant des coupures (2). On donnera quelquefois le numéro du dernier coupon payé, au moyen de la mention : ex-c., c'est-à-dire « ex-coupon », suivi du numéro dudit coupon . Les fonds d'Etats dont le service sera garanti par un gage quelconque seront suivis, sur la cote, de l'indication de ce gage; c'est le cas, par exemple, du 3,5 0/0 ottoman 1894, garanti par le Tribut d'Egypte. En matière d'obligations,on indique parfois le numéro des séries (3), et quelquefois aussi les garanties afférentes aux titres (4). Il y a là, en somme, un ensemble de renseignements susceptibles d'intéresser les capitalistes et de faciliter les transactions.

La septième colonne, intitulée « jouissance », indique la date à laquelle a été payé le dernier coupon.

---

(1) Exemple : Obligations tunisiennes 3 °/₀ 1892, remboursables à 500 fr.; intérêt et amortissement garantis par le Gouvernement français, conformément à loi du 25 juin 1892.

(2) Exemple : Pour plusieurs fonds belges, on indique les cours suivant des coupures de 300, 150, 60, 30, 15, 6 et 3 francs de rente.

(3) Exemple : Chemins de fer andalous, obligations 500 francs, 1re série.

(4) Exemple : Obligations Asturies, Galice Léon 3 °/₀, remboursables à 500 francs, 1re hypothèque, intérêt et amortissement garantis par Nord de l'Espagne.

La huitième colonne fait connaitre, dans l'ordre où ils se sont présentés, les différents cours pratiqués au comptant pendant la séance de la Bourse. Cette série de chiffres permettra de réaliser les ordres de Bourse suivant qu'ils auront été donnés « au premier cours coté », « au plus haut cours », « au plus bas cours », « au cours moyen ».

Dans les cinq colonnes qui suivent sont renfermées diverses indications relatives aux opérations à terme, notamment la date de la prochaine liquidation, l'indication du premier cours coté, du plus haut, du plus bas, et du dernier cours. On fait également connaître quelle est la quotité de la prime au moyen de la mention d., suivie du chiffre de la prime (1).

La quatorzième colonne est consacrée à l'indication du cours au comptant pratiqué à la clôture de la séance de la veille. Dans la quinzième figure le dernier cours à terme de la veille.

Dans les deux dernières colonnes sont inscrits certains renseignements relatifs aux intérêts et dividendes, notamment le montant du coupon qui a déjà été payé au cours de l'exercice précédent, et, s'il y a lieu, l'acompte fourni en attendant l'échéance de l'exercice courant; sur ce dernier point, les mentions sont assez rares, et pour beaucoup de valeurs, cette colonne est inoccupée.

---

(1) La fixation d'une prime permet au spéculateur de limiter ses risques ; s'il ne veut pas réaliser l'opération dans laquelle il s'est engagé, il paiera le montant de la prime, considérée ici comme une sorte de dédit.

A la suite des valeurs négociées au comptant et à terme, figurent, dans une deuxième section de cette première partie du Bulletin, les valeurs qui ne se négocient qu'au comptant.

Il n'y a plus que sept colonnes dans cette section. La première est réservée à l'indication du taux d'émission. Dans la seconde figurent les dénominations des valeurs, selon qu'elles sont françaises ou étrangères, et qu'il s'agit d'actions ou d'obligations. Dans chacune de ces subdivisions, les valeurs sont encore classées, suivant leur nature, sous différentes rubriques, par exemple : assurances, banques, chemins de fer, forges, mines, transports, etc.

Après l'indication de la jouissance, renfermée dans la troisième colonne, la quatrième fait connaître la série des cours pratiqués au comptant à la séance du jour même, et la cinquième colonne, le cours pratiqué à la clôture de la séance de la veille.

Les deux dernières colonnes, réservées à la mention des intérêts et dividendes, renferment les mêmes renseignements que les colonnes 16 et 17 de la section précédente du Bulletin.

A la deuxième partie du *Bulletin de la Cote* figure un nombre restreint de valeurs, sur lesquelles les transactions sont assez rares, et qui ne sont mentionnées sur le Bulletin que si elles ont donné lieu, dans la journée, à des opérations permettant la fixation d'un cours. Il n'y a que deux colonnes. La première renferme la désignation du titre ; les valeurs y sont groupées sous des rubriques diverses, en vue

de faciliter les recherches. Dans la seconde colonne sont indiqués les cours pratiqués dans la journée. Il s'agit uniquement de cours au comptant, car si l'on admettait sur ces valeurs des opérations à terme, on devrait les faire figurer de plein droit à la première partie du Bulletin, dans la section des valeurs se négociant à la fois au comptant et à terme.

Le Bulletin se termine par une série de renseignements concernant le cours du change sur les grandes places financières, la cote des matières d'or et d'argent, un certain nombre de cours pratiqués à Londres ou à Vienne, etc. On y lit aussi quelques mentions d'offres ou de demandes concernant des valeurs qui font rarement l'objet de négociations, mentions que la Chambre syndicale ne donne qu'à titre de simple indication et sous toutes réserves.

Ces quelques renseignements sont suivis du tableau des agents de change près la Bourse de Paris, avec l'indication du nom et de l'adresse de chacun d'eux, de leur titre, doyen, syndic ou adjoint, et de la date de leur entrée en charge. Ce tableau est accompagné du texte de l'article 76 du Code de commerce, considéré comme la justification légale du monopole des agents de change.

Nous pouvons signaler, en terminant, qu'il existe une publication hebdomadaire résumant les fluctuations du marché pendant toute la semaine et renfermant, en outre, divers renseignements d'ordre pratique. Si l'on cherche des indications précises permettant de donner à coup sûr un ordre de Bourse, et

de vérifier l'exécution de cet ordre, c'est au Bulletin quotidien qu'il faut se référer. Le Bulletin hebdomadaire facilite, au contraire, les vues d'ensemble, et permet surtout de se rendre compte des fluctuations d'une valeur au cours d'un assez long espace de temps.

La Chambre syndicale publie enfin chaque année un *Annuaire des valeurs admises à la cote* qui renferme des indications très utiles sur le titre, ses cours, l'étendue de son marché, l'importance et le but de la Société qui l'a émis, etc. Ces documents peuvent être d'un grand intérêt pour un capitaliste qui recherche des placements avantageux, mais qui veut faire des opérations avec réflexion et sagesse, et après avoir pris les renseignements les plus précis.

CHAPITRE II

DE LA NÉCESSITÉ D'UNE COTE OFFICIELLE DE LA BOURSE

Une étude des législations étrangères pourrait nous révéler que, dans certains pays, on pratique le régime de la liberté du marché financier, que la Bourse n'est soumise à aucune réglementation, et que le privilège dont jouissent en France les agents de change est remplacé par l'institution du marché libre. Mais sur le point particulier de la cote, nous pouvons dire que, d'une manière générale, toutes les législations s'accordent pour en reconnaître la nécessité.

En se plaçant au point de vue plus particulier de notre propre pays, nous estimons qu'à défaut de considérations d'ordre théorique pourtant puissantes, on pourrait facilement trouver la preuve de cette nécessité d'une cote officielle dans les faits économiques eux-mêmes.

Il serait puéril de répéter cette idée très connue que la législation doit se modeler sur les faits, et que, dans la matière spéciale de la Bourse et de la Finance, ce sont les phénomènes économiques qui

doivent indiquer au législateur les mesures à prendre. Pourtant, rien n'est plus exact. Les faits économiques auxquels nous faisons allusion, et qui sont la cause même des institutions que nous étudions, sont des phénomènes bien connus et presque universellement admis. C'est d'abord la puissance énorme d'épargne de la France, qui permet à notre pays d'être la source à laquelle viennent puiser presque tous les autres Etats. Cette puissance d'épargne, qui, d'après M. Neymarck, peut s'élever jusqu'à 4 milliards par an, permet à notre pays de faire face à toutes les émissions d'emprunts qui se présentent sur notre marché. Le deuxième fait économique, qui peut être considéré jusqu'à un certain point comme une conséquence du précédent, c'est l'extension toujours croissante de notre marché financier; cette extension est prouvée par des statistiques permettant d'établir que, dans une période d'environ cent ans, le capital nominal des valeurs négociées sur notre marché est passé de 1 milliard 500 millions à 130 milliards environ (1).

Ces faits économiques étant ainsi établis, nous estimons qu'ils ont, parmi leurs nombreuses conséquences, celle de rendre indispensable l'établissement d'une cote officielle. Essayons de le démontrer.

(1) J. Haristoy. Le marché financier français. Paris, 1909.

I

L'extension toujours croissante prise de nos jours par notre marché financier se manifeste, cela va de soi, par l'apparition en Bourse d'un nombre toujours plus considérable de valeurs. Chaque année nouvelle jette sur notre marché de nouveaux titres de sécurité et d'honorabilité bien différentes, mais qui, presque tous, répondent aux désirs des capitalistes, les uns voulant des placements de tout repos, d'autres préférant courir le risque des aléas et des variations de cours, mais obtenir, par contre, un rendement plus considérable. Quoi qu'il en soit, beaucoup de valeurs de Bourse font l'objet de transactions quotidiennes.

Ceci étant établi, remarquons que nous pouvons très bien assimiler les valeurs de Bourse à de simples marchandises. Or, comme on le sait, dans les négociations portant sur les marchandises proprement dites, la loi économique de l'offre et de la demande joue d'une manière permanente et régulière en vue d'établir un cours (1). De même, pour les valeurs de Bourse, que nous avons assimilées à des

---

(1) D'après M. Ch. Gide, la loi de l'offre et de la demande peut s'énoncer ainsi : « Les choses valent plus ou moins, suivant qu'elles sont en quantité plus ou moins insuffisantes pour nos besoins. » (Principes d'économie politique, 10ᵉ éd., p. 143.)

marchandises, c'est par la loi de l'offre et de la demande que devra également s'établir le cours.

Mais c'est ici que quelques précisions sont nécessaires. D'abord, la Bourse ouvrant tous les jours, les valeurs de Bourse sont l'objet de transactions quotidiennes dont le nombre est d'ailleurs plus ou moins grand, suivant la volonté des capitalistes et le nombre d'ordres de Bourse passés chaque jour. Les mouvements des capitaux ne répondant pas, au moins dans un laps de temps restreint, à des besoins économiques réguliers, ces mouvements se manifesteront d'un jour à l'autre, soit par une animation fébrile, soit par une atonie complète du marché.

En second lieu, il faut se rendre compte que le nombre des acheteurs et vendeurs varie suivant que la valeur considérée est très répandue dans le public, ou a, au contraire, son marché très restreint; mais, dans tous les cas, la caractéristique même de l'opération de Bourse réside dans ce fait que les acheteurs et les vendeurs ne se connaissent pas, ne se voient pas, ne se parlent pas, sont parfois à des centaines de kilomètres du marché où s'effectuera l'opération, et qu'ils traitent leurs affaires au moyen d'un intermédiaire préposé à cet effet. Tel capitaliste, qui, d'une ville de province, fait donner ordre à son agent de change d'acheter pour son compte dix obligations P.-L.-M., par exemple, ignore à quel prix exact sera réalisé cet achat, puisqu'il ignore, même approximativement, le nombre de ca

pitalistes disposés à vendre de telles valeurs, et de capitalistes disposés à en acquérir.

Enfin, il est une troisième considération à signaler : c'est qu'une valeur de Bourse ne présente pas par elle-même une valeur matérielle qu'il soit possible d'estimer. Un individu, peu au courant des affaires financières et des valeurs qui se négocient en Bourse, ne comprendra souvent pas pourquoi une action Suez par exemple, émise à 500 francs, vaudra aujourd'hui 4.000 francs et pourra être cotée demain cent francs de plus ou cent francs de moins.

Que va-t-il donc résulter des considérations que nous venons de signaler ? Il nous semble qu'il en résulterait, en l'absence de toute précaution prise, une presque impossibilité, ou tout au moins une difficulté énorme, à se rendre compte des cours des valeurs sur lesquelles on veut opérer. Le capitaliste hésiterait à donner à un intermédiaire un ordre de Bourse dont il ne pourrait pas contrôler l'exécution. Il hésiterait à acheter une valeur sur le prix de laquelle il n'aurait, à ce moment, aucun renseignement précis. Bref, cette difficulté de connaître les cours rendrait le capitaliste méfiant, et, peut-être même, risquerait de rebuter toute spéculation honnête.

Mais des précautions ont été prises, et c'est ici qu'intervient la cote officielle. Comme nous l'avons vu, elle permettra au rentier d'avoir toujours sous les yeux les fluctuations de cours des valeurs qu'il

détient en portefeuille. La constatation des cours, opérée, comme le dit l'article 73 du Code de commerce, par les agents de change eux-mêmes, est entourée, par cela même, d'une sincérité et d'une certitude qui la rendent digne de la confiance des intéressés. Nous avons déjà touché un mot de la manière suivant laquelle la cote officielle est établie et rédigée. Les précautions qui sont prises pour assurer la précision et l'exactitude des cours indiqués sur ce bulletin, les soins que l'on prend pour éviter toute erreur et pour contrôler toute mention, tout ceci est tellement frappant qu'il est inutile d'insister sur l'utilité extrême que peut avoir pour le rentier un document ainsi dressé aussi sérieusement par une autorité officielle et sincère.

Il en résultera d'ailleurs une stabilité considérable du marché; c'est en effet la certitude des cours qui donne aux opérations de Bourse ce caractère de confiance sans laquelle beaucoup de capitalistes s'abstiendraient peut-être de hasarder leurs capitaux. Cette certitude des cours donne également à notre marché français une supériorité incontestable sur certains marchés étrangers, même très importants, qui ne peuvent pas offrir ce même avantage. M. Paul Leroy-Beaulieu, parlant, dans un article de l'*Economiste français* (1), de l'utilité des agents de change quant à la proclamation des cours disait: « C'est là une mission considérable, et l'on ne peut

---

(1) *Economiste français*, 23 janvier 1897 « De l'organisation du marché financier de Paris. »

nier que sur certains marchés dits libres, elle ne soit très mal remplie. » Il développe alors cette idée de la façon suivante : « Pour ceux qui ont acheté souvent des valeurs, soit en Angleterre, soit en Amérique, soit même en Allemagne, il est un fait certain, c'est qu'il arrive quasi toujours pour les deux premiers pays, et de temps en temps pour le dernier, que les cours ne répondent pas exactement à ceux qui sont portés sur la cote ; et l'écart est presque toujours dans le sens défavorable au particulier qui fait l'opération ; c'est-à-dire que, s'il est acheteur, la valeur lui est comptée d'ordinaire à un cours un peu plus élevé que ceux qui sont mentionnés sur la cote, et, s'il est vendeur, elle lui est comptée le plus souvent à un cours un peu plus bas. Ensuite, sur les marchés d'Amérique et de Londres, il est impossible aux profanes de calculer les courtages et frais divers, et, le plus souvent, ces frais accessoires sont exorbitants, du moins pour de petites et moyennes opérations. Des spéculateurs ou des professionnels peuvent parer à ces inconvénients, faire des arrangements particuliers ; mais le petit et le moyen publics, l'acheteur ou le vendeur occasionnels ne le peuvent pas. Depuis deux ou trois ans que les capitalistes français se sont mis à faire quelques affaires à Londres, ils se plaignent énergiquement et très justement de l'inexactitude des cours, de l'exagération des frais, de la lenteur et des difficultés des livraisons. Si donc, l'organisation des marchés de Londres et de

New-York est plus favorable, ce qui est possible, aux spéculateurs qui ont le loisir de discuter, de surveiller, de contrôler, elle paraît l'être moins au petit public, qui reste assez intéressant. »

II

Les considérations déjà exposées suffiraient, à elles seules, à démontrer l'utilité et la nécessité d'une cote officielle. Mais cette démonstration apparaît comme plus évidente encore, si l'on considère l'autre phénomène économique que nous avons signalé plus haut, savoir, la puissance énorme d'épargne de notre pays.

Nous avons indiqué qu'il résultait de statistiques précises que la France est susceptible de faire face à des émissions considérables. En 1911, notamment, et malgré des difficultés internationales assez troublantes, on constate que le chiffre annuel des émissions réalisées sur notre marché financier a été de cinq milliards, dont quatre assurés par le parquet des agents de change, et un par le marché en banque. En 1910, l'année fut encore plus favorable : on émit pour 6 milliards de valeurs. Il est bien évident qu'il n'y a pas eu, chaque année, cinq ou six milliards d'épargne nouvelle susceptible de faire face à ces émissions ; il faut naturellement tenir compte qu'une partie de ces titres a pu être acquise par des étrangers, surtout de nationalité belge ou suisse ; d'autre part, une certaine portion d'épar-

gne ancienne a certainement été libérée, soit parce que les rentiers se sont défaits d'anciennes valeurs pour en acheter de nouvelles, soit parce que des Etats étrangers, revenus à une meilleure situation, se sont empressés d'amortir leur dette, en rachetant leurs titres de rente (1). Mais malgré ces restrictions, il n'en reste pas moins vrai que les économistes évaluent à trois ou quatre milliards par an l'épargne nouvelle française en quête de placement.

En présence d'un fait économique aussi considérablement important, on comprend aisément que l'idée soit venue de protéger cette masse d'épargne contre des placements suspects qui pourraient, sous couleur de procurer de gros bénéfices, l'entraîner finalement dans une débâcle retentissante.

Sur cette question de la protection de l'épargne française, on a beaucoup écrit, beaucoup parlé, beaucoup discuté. Des économistes ont soutenu le pour et le contre; des parlementaires ont proposé des remaniements de notre législation (2). Nous

---

(1) *Economiste français*, 6 janvier 1912. M. P. Leroy-Beaulieu cite, parmi les Etats qui ont racheté leur dette, l'Italie, l'Espagne, l'Autriche, les Etats scandinaves.

(2) Nous pourrions, notamment, citer le projet de loi déposé, en 1904, par M. Edmond Archdéacon. (Annexe au procès-verbal de la séance du 21 mars 1904. *Journal officiel.*) Ce projet cherchait à protéger la petite épargne contre les « entreprises des flibustiers de la finance cosmolite ». Il voulait surtout « empêcher que des individus tarés, condamnés en France ou à l'étranger, puissent impunément faire appel au crédit public, couverts ou non

n'insisterons donc pas sur un sujet aussi abondamment étudié. Mais ce que nous voulons montrer, c'est que la création d'une cote officielle a pour effet de contribuer, dans une certaine mesure, à réaliser cette protection tant cherchée.

Indiquons-le tout de suite : cette protection résulte de ce que la Compagnie des agents de change, qui est, nous le verrons ultérieurement, maîtresse de sa cote, n'y admettra, vraisemblablement, que des valeurs sérieuses. Ceci est d'ailleurs d'autant plus probable que l'admission n'est décidée, nous le verrons, qu'après un examen très approfondi de la valeur.

Pour les valeurs françaises, le contrôle est souvent bien nécessaire, car, il faut bien le reconnaître, toutes les valeurs de toutes les sociétés établies dans notre pays ne sont pas absolument de premier ordre. A côté de valeurs d'une sécurité quasi-absolue, il en existe malheureusement d'autres, lancées par des aventuriers sans scrupule, qui cherchent à drainer l'épargne confiante et à s'enfuir avec, si possible ! Ils sont souvent aidés, dans leurs entreprises véreuses, par une presse trompeuse et intéressée. Les dangers des conseils de la presse

par des amnisties qui ne remédient en rien à leur moralité». Pour réaliser ce but, M. Archdéacon proposait des publications périodiques assez larges autour du nom de toute personne voulant faire appel à l'épargne ou au crédit public, accompagnées de justification de nationalité, de production du casier judiciaire, de dépôt d'un cautionnement.

en matière de placements, ont été dénoncés en termes vigoureux dans un article de la *Revue,* dont nous citons quelques fragments (1) : « Les bulletins financiers des journaux politiques sont le plus souvent affermés, et n'expriment d'avis sincère que dans une mesure impossible à connaître. D'une manière générale et à peu près absolue, la Presse financière est une presse de publicité, ce n'est pas une presse d'opinion. Son vice fondamental est qu'elle reçoit sa rémunération de la finance, non du public. Qu'il y ait une ou deux exceptions honorables, il n'importe. Elles ne peuvent pas modifier ces vues d'ensemble... Il semble que l'hypothèse d'une opinion sincère sur les questions d'argent soit jugée professionnellement invraisemblable. Une valeur est bonne si l'on « touche ». Elle est mauvaise autrement. Quand tout le monde « touche », le concert des louanges, cela va de soi, n'est pas troublé. Et comme les grandes émissions comportent l'établissement de gros budgets de publicité, il est rare, en effet, qu'elles soient gênées par l'insertion de notes discordantes. »

Tout en laissant à l'auteur toute la responsabilité de ce violent article, nous sommes obligé de reconnaître que l'épargne est souvent exposée à des dangers sérieux.

Ce danger, pensons-nous, risque d'être évité, dans une certaine mesure, grâce à la cote officielle,

---

(1) *La Revue*, 1er novembre 1906.

étant donné que l'admission est précédée d'un examen préalable de la sécurité de la valeur. Un capitaliste, en quête d'un placement de tout repos, aura presque toujours, en achetant une valeur cotée, la chance de faire une bonne affaire. Entendons-nous bien, cependant : nous ne voulons pas dire que là seulement soient les bonnes et honnêtes valeurs ; nous voulons simplement dire qu'on peut être à peu près certain de n'y trouver que des valeurs sûres. Libre aux spéculateurs plus hardis, à ceux qui possèdent ce qu'on appelle vulgairement « le bon tuyau », de s'adresser à des valeurs non cotées, négociées seulement sur le marché libre ; ils peuvent y trouver le chemin de la fortune, mais aussi celui de la ruine.

Le contrôle préalable à l'admission, certainement utile pour les valeurs françaises, l'est encore plus pour les valeurs étrangères. Sur un pays riche comme le nôtre, tend à s'abattre une pluie de valeurs étrangères de provenances diverses, et de sécurité parfois problématique. Ici encore, certes, des distinctions sont à faire, et l'on trouve évidemment dans ce groupe beaucoup de valeurs parfaitement honorables. Mais que de mauvaises aussi sont à redouter ! Le danger est d'autant plus grand qu'on a constaté chez le capitaliste français un tempérament assez peu timoré, au point qu'un économiste a pu écrire cette boutade : « Nous ne pensons pas qu'il y ait sur terre de capitalistes plus audacieux que le petit et le moyen capitalistes français ; vous leur offririez des actions de chemins de fer ou de

canaux, je ne dis pas dans la Lune, qui est trop connue, mais dans Mars ou Saturne, qu'il se trouverait parmi eux des souscripteurs. » (1)

On a relevé également chez le capitaliste français une tendance à préférer des valeurs étrangères à des valeurs françaises.

Ceci peut paraître jusqu'à un certain point inexplicable ; c'est en même temps très dangereux. Peut-être est-ce dû à ce que, souvent, l'intérêt servi est plus élevé? Mais un intérêt trop élevé n'est-il pas quelquefois comme un appât préparé pour décider un capitaliste trop timoré? Ceci peut aussi s'expliquer par ce fait que les journaux financiers, les établissements de crédit et intermédiaires divers donnent aux capitalistes des conseils intéressés, et les entraînent à l'achat de valeurs d'ordre inférieur, percevant ainsi de gros frais de réclame ou une forte commission. Très ironiquement, mais avec une franchise cruelle, l'auteur de l'article que nous citions plus haut écrivait sous la signature de « Lysis » les quelques lignes suivantes : « Passons en revue les institutions qui dirigent l'exode des capitaux à l'étranger. En tête sont les trois grands établissements de crédit que l'on connaît : le Crédit Lyonnais, la Société Générale et le Comptoir d'Escompte ; puis viennent deux grandes banques d'affaires, la Banque de Paris et des Pays-Bas, l'Union Parisienne. Il faut ajouter trois établissements de

(1) Paul Leroy-Beaulieu. « Les placements en 1911 et l'épargne française. » *Economiste français*, 6 janvier 1912.

crédit plus modestes : le Crédit Industriel, la Société Marseillaise, la Banque française pour le commerce et l'industrie. Voilà tout ce qui compte chez nous comme banques d'émission... En fait, les huit établissements de crédit et banques d'affaires désignés constituent l'Olympe financier de la France. C'est dans cet Olympe que, de temps à autre, deux ou trois grands dieux décident des valeurs que doivent acheter les pauvres mortels. » (1) Et si l'auteur de l'article a dit vrai, si les rentiers sont ainsi soumis dans leurs placements à de telles influences, nous les verrons, s'ils se laissent entraîner, acheter des valeurs absolument inconnues, des actions de mines dont le gisement est on ne sait où, des chemins de fer exploités dans des pays encore à découvrir, et finalement perdre purement et simplement leur argent.

Et nos capitalistes se laissent d'autant plus facilement éblouir qu'on a relevé chez beaucoup de Français une psychologie spéciale, qui les pousse à une admiration exagérée et sans fondement pour tout ce qui est étranger, et à un mépris dédaigneux pour tout ce qui est français (2). Qui n'a pas constaté ce phénomène? Qui n'a pas entendu des gens pourtant très distingués, décrier systématiquement notre régime politique français, l'état de notre armée ou de notre budget et prôner, comme une

(1) *La Revue*, 1er février 1907.

(2) R.-G. Lévy. « Psychologie des placements ». *Revue d'économie politique*, février 1905.

merveille, l'organisation politique, fiscale ou militaire de tel pays étranger? Eh bien, le même fait se manifeste en matière financière; mais cette défiance entraîne souvent, pour les gens qui la professent, de désagréables surprises. « Ils doivent se méfier, dit M. R.-G. Lévy, de la tendance qui nous fait trop aisément admirer ce que nous voyons de loin, et méconnaître les erreurs des autres, en nous inspirant une confiance excessive dans ce que nous n'avons examiné que superficiellement. »

Il apparaît donc comme nécessaire de remédier à de semblables dispositions. Il y a un besoin de protection indispensable contre la séduction des placements étrangers. D'ailleurs, c'est aussi la force économique même de notre pays qu'il faut protéger et non pas seulement les intérêts du capitaliste. Il faut songer, en effet, que souvent un capital placé à l'étranger peut faire gravement défaut en France. Comme on l'a fait justement observer, nous outillons bien souvent nos concurrents étrangers, alors que des entreprises nationales similaires périclitent faute d'argent.

Nous agiterons plus loin ce problème très grave (1). Nous l'avons seulement signalé ici pour montrer qu'il y a, à notre avis, une nécessité impérieuse à restreindre notre marché officiel, en ne l'ouvrant qu'à des valeurs sérieuses, qui ne risquent probablement pas de procurer au rentier des surprises désagréables, ni de priver nos industries

---

(1) Voir plus loin : Deuxième partie. Chapitre III.

nationales des capitaux nécessaires. Une telle protection est certainement difficile à réaliser. Il ne faut pas, en effet, fermer complètement notre marché aux placements étrangers : l'excédent de notre épargne annuelle, les entreprises nationales une fois alimentées, peut fort bien se tourner vers eux. Il ne faut pas davantage fermer systématiquement notre marché à des valeurs qui peuvent devenir excellentes dans un temps plus ou moins éloigné, mais qui ont le défaut, à l'heure présente, d'être peu connues ou de petite envergure.

Mais il nous semble que l'institution de la cote officielle peut solutionner ces difficultés, en même temps que parer aux dangers que nous avons signalés ; à ce titre, elle mérite bien sa justification. Sans doute, et nous l'avons déjà dit, la Chambre syndicale, admettant une valeur à la cote, ne lui décerne pas, par cela même, un brevet d'honnêteté et de sécurité : on peut perdre de l'argent sur des valeurs cotées, et faire d'excellentes affaires sur des valeurs du marché libre. Mais il n'en reste pas moins qu'une valeur cotée a été, avant son admission, examinée attentivement par un groupe d'hommes compétents, indépendants, désintéressés, qui ont contrôlé l'existence même ou la constitution de l'entreprise émettrice, et vérifié la sincérité des documents fournis en vue d'obtenir l'admission. En somme, dans leur examen, ils ont vérifié, conformément aux termes mêmes d'une lettre adressée au syndic des agents de change, le 12 novembre 1825, par le ministre des finances, si ces valeurs étaient

« telles que le public ne puisse être induit en erreur sur leur valeur réelle ».

Sans doute, nul n'est infaillible en ce monde ; la Chambre syndicale fait un contrôle sérieux, mais ne peut pas prévoir, dans l'avenir, le sort réservé à la valeur considérée ; comme le disait M. Théry, à la Société d'Economie politique nationale (1) : « Assurément, tout cela ne garantit pas que la société en question ne fera pas faillite au bout de deux ou trois ans. » Les agents de change peuvent donc se tromper, mais ce ne sera généralement pas de leur faute, et nous verrons qu'ils n'en sont ordinairement pas rendus responsables.

Quoi qu'il en soit, et pour nous résumer, si l'on veut avoir des cours constatés d'une manière authentique, et ne souffrant aucune contestation, une cote officielle est nécessaire ; si l'on veut pouvoir prémunir l'épargne française contre des placements allant à l'encontre des intérêts particuliers des capitalistes et des intérêts généraux du pays, une cote officielle est encore nécessaire.

On voit donc qu'une cote officielle s'impose, et que les services qu'elle rend dans le monde financier sont incontestables. M.R.-G. Lévy déclarait que « la meilleure façon de protéger l'épargne, c'est de répandre à flots la lumière sur les entreprises qui la sollicitent » (2) ; nous estimons que cette lumière, la cote officielle contribue à la renforcer.

---

(1) Séance du 13 juin 1900.

(2) R.-G. Lévy. « Psychologie des placements ». *Revue d'économie politique*, février 1905, page 125.

CHAPITRE III

NOTIONS HISTORIQUES SUR L'ADMISSION DES DIFFÉRENTES CATÉGORIES DE VALEURS A LA COTE OFFICIELLE

Si nous jetons les yeux sur une cote, nous y verrons une multiplicité de valeurs diverses, qu'on peut cependant diviser, et que la cote divise elle-même, en deux groupes : les valeurs françaises et les valeurs étrangères. Dans chacune de ces deux catégories, une subdivision bipartite est possible en : fonds d'Etats et valeurs autres que les fonds d'Etats. Cela nous fait en tout quatre catégories bien tranchées, et si une telle division paraît bien rigide et bien scolastique, nous la conserverons néanmoins, dans le cours de cet ouvrage, pour la clarté de l'exposition.

Ceci dit, il nous paraît intéressant, avant d'entrer dans l'étude de la législation actuelle, de considérer chacune des quatre catégories de valeurs signalées plus haut, et de rechercher, pour chacune d'elles, à quel moment et à la suite de quelles dispositions législatives, elles se sont introduites dans notre cote officielle.

Section Première

HISTORIQUE DE L'ADMISSION DES VALEURS FRANÇAISES

I

Fonds d'État français

La législation, pour cette catégorie de valeurs, ne présente aucune difficulté : ces titres sont, en effet, admis de plein droit à la cote officielle. L'Etat, avec juste raison, a estimé qu'il était bien inutile d'opposer des entraves quelconques à la négociation de ses titres de rente.

Au point de vue historique, pour ceux qui interprètent l'expression « effets royaux », dans le sens de « effets qui doivent être acquittés immédiatement par le Roi, soit au trésor royal, soit dans d'autres caisses qui lui appartiennent » (1), cette définition peut fort bien répondre à la notion actuelle de la rente sur l'Etat. Dès lors, il semble que le texte de l'arrêt du Conseil d'Etat du 7 août 1785, ainsi conçu : « Fait défense, Sa Majesté, aux agents de change, de coter à la Bourse d'autres effets que les effets royaux et le cours des changes » (2),

---

(1) Cette définition est tirée du commentaire du nouveau Denizart. (Manuel des agents de change, p. 74, note 2.)

(2) Manuel des agents de change, page 83.

puisse être considéré comme l'origine historique de l'admission à la cote des rentes sur l'Etat.

Cette admission a été continuellement maintenue, et à l'heure actuelle, le décret du 7 octobre 1890, parlant, dans son article 80, de la cote officielle, déclare formellement que : « les fonds d'Etat français y sont portés de plein droit ».

II

Valeurs françaises autres que les fonds d'Etat

Ce qu'il y a de caractéristique dans cette catégorie de valeurs, c'est qu'il n'y a pas, pour elles, des documents officiels analogues à ceux que nous retrouverons plus loin en matière de valeurs étrangères ; en d'autres termes, on peut dire que l'admission à la cote des valeurs françaises ne repose sur aucun texte légal. Le fait domine donc le droit. Indiquons comment, au point de vue historique, s'est établie la pratique en vigueur actuellement.

Un arrêté du 29 germinal an IX (1), organisant la Bourse de commerce et la police de la Bourse, créait à nouveau une Compagnie d'agents de change. Les agents de change ainsi reconstitués virent leur profession réglementée par une ordonnance du préfet de police, en date du 1er thermidor an IX (2). Nous en avons déjà cité l'article 17, et on se

(1) Manuel des agents de change, p. 210.
(2) *Id.*, p. 217.

souvient peut être qu'il charge les agents de change de vérifier la cote des effets publics et d'en faire arrêter officiellement les cours. Peu de temps après, un arrêté du 27 prairial de l'an X (1), développant la réglementation des Bourses de commerce, laissait intacte la disposition ci-dessus.

Telle était la situation au début du XIX[e] siècle. « Il semble bien, disent MM. Lyon-Caen et Renault (2), que, lors de la confection du Code de commerce, les agents de change faisaient individuellement connaître les cours des négociations qu'ils opéraient, et que, d'après ces indications, les prix étaient cotés, c'est-à-dire insérés à la cote officielle ». Quoi qu'il en soit, la législation paraît ne s'être plus guère occupée de l'admission des valeurs françaises. C'est à peine si une lettre ministérielle, du 21 septembre 1837, prend quelques précautions quant à l'admission des titres des sociétés en commandites par actions (3). La Chambre syndicale ayant demandé conseil au Gouvernement sur ce sujet, le ministre des finances déclare avoir reconnu « que les difficultés qui se présentent tiennent surtout à l'insuffisance de la législation sur les sociétés en commandite. Le Gouvernement, ajoutait M. le ministre des finances, s'occupe d'un

---

(1) Manuel des agents de change, p. 226.

(2) Lyon-Caen et Renault. Traité de droit commercial, tome IV, n° 892.

(3) Manuel des agents de change, p. 359

projet de loi sur cette matière, et il espère être en mesure de le présenter aux Chambres au commencement de la prochaine session. » En fait, il faut attendre trente ans pour trouver cette réglementation légale des sociétés en commandite par actions. Elle sera faite par la loi du 24 juillet 1867 dans son titre premier. Les titres des sociétés en commandite par actions ne pourront être cotés que s'ils sont conformes aux conditions fixées par cette loi. Voici les principales :

a) Chaque action doit avoir un montant minimum, imposé par la loi, qui est de 25 ou de 100 francs, suivant que le capital est inférieur ou supérieur à 200.000 francs. (Loi de 1867, art. 1er, al. 1.)

b) Le capital doit avoir été intégralement souscrit (art. 1er, alinéa 2).

c) Toute souscription doit avoir été accompagnée du versement total ou partiel du montant des actions souscrites, versement intégral pour les action de 25 francs et du quart, pour les actions de 100 francs (art. 1er, alinéa 2).

d) Le gérant de la société doit justifier, devant notaire, de la régularité de toutes les formalités nécessaires (art. 1er, alinéas 3, 4 et 5).

e) L'assemblée des actionnaires doit avoir été réunie pour constater que toutes les formalités prescrites par la loi ont été remplies, pour rédiger les statuts, et vérifier les apports en nature (art. 4).

f) Préalablement à toute opération sociale,

des commissaires de surveillance doivent avoir été nommés (art. 5, alinéa 2).

g) Des conditions de publicité doivent avoir été remplies par la société, notamment le dépôt aux greffes de la justice de paix et du Tribunal de commerce de l'acte constitutif de la société. (Loi de 1867, art. 55), et également la publication exigée par la loi de finances du 30 janvier 1907, article 3, qui doit être faite au *Bulletin annexe au Journal Officiel* (1).

On voit là un exemple de réglementation légale, ayant pour conséquence indirecte de soumettre l'admission à la cote des titres des sociétés en commandite par actions à l'accomplissement préalable de certaines formalités.

Au cours du XIX[e] siècle, nous trouvons encore une autre disposition législative ayant pour effet de réglementer, dans une certaine mesure, l'admission sur le marché de certaines catégories de titres français. Comme la création et le développement des chemins de fer provoquaient des émissions nombreuses, soutenues à grand renfort de réclame, et qu'on en arrivait à négocier même de simples promesses d'actions absolument comme de véritables titres, la loi du 15 juillet 1845 interdit, dans son article 8, la cotation et la négociation de ces promesses d'actions. L'article 13 de cette même loi

---

(1) Ce Bulletin annexe a été organisé par le décret du 27 février 1907, modifié par celui du 3 février 1912.

punissait d'une amende de 500 à 3.000 francs « tout agent de change qui, avant la constitution de la société anonyme, se sera prêté à la négociation de récépissés ou promesses d'actions. »

En somme, et d'une façon générale, les dispositions réglementaires de l'admission à la cote des valeurs françaises sont assez rares. Il est même plus exact de dire que les quelques textes auxquels nous faisons allusion ne visent pas à réglementer cette admission, et n'influent sur elle que d'une manière indirecte.

En réalité, toute la matière qui nous intéresse est purement et simplement organisée par le règlement général de la Compagnie des agents de change de Paris, dans ses articles 155 et 156, ainsi conçus :

« Art. 155. — La Chambre syndicale, sous l'autorité du ministre des finances, a tout pouvoir pour accorder, refuser, suspendre ou interdire la négociation d'une valeur autre que les fonds d'Etat français, à la Bourse de Paris, soit au comptant, soit à terme. Elle se fait remettre à cet effet toutes les pièces, justifications et renseignements qu'elle juge nécessaires. »

« Art. 156. — Lorsqu'il est reconnu, par la Chambre syndicale, que la cote d'une valeur est commandée par l'intérêt général, elle peut, d'office, prononcer son admission au comptant et à terme. Elle peut refuser la radiation d'une valeur déjà inscrite à la cote. »

Ce texte a été rédigé par la Compagnie des agents de change elle-même, et il n'a été, au moment de sa rédaction, l'objet d'aucune confirmation officielle. Il est donc curieux de voir une matière aussi importante être régie uniquement par un règlement émanant d'une autorité n'ayant, en somme, aucun pouvoir de légiférer. Nous aurons l'occasion de montrer plus loin (1) que cette disposition a acquis une force exécutoire incontestée, au point d'être le fondement même du droit d'intervention appartenant à la Chambre syndicale. Du reste, la jurisprudence a formellement reconnu ce droit (2).

Mais il n'en reste pas moins, qu'en nous bornant, ici, au point de vue historique, nous sommes obligé de reconnaître que notre matière n'est réglementée par aucun texte légal. C'est là une anomalie qui méritait d'être signalée.

Section II

HISTORIQUE DE L'ADMISSION DES VALEURS ÉTRANGÈRES

Contrairement à ce que nous avons vu précédemment, nous allons trouver ici une série de textes officiels nous indiquant les dispositions successives

---

(1) Voir plus loin : Deuxième partie, Chapitre II, Section II, § 1er.

(2) Cass., 4 déc. 1877. D. 78-I-251.

qui ont réglementé, au cours des siècles passés, l'admission à la cote des valeurs étrangères. Nous ferons, comme plus haut, une distinction entre les fonds d'Etats et les autres valeurs étrangères.

I

Fonds d'Etats Etrangers

Le premier texte important sur la matière est l'arrêt du Conseil du 7 août 1785 que nous avons déjà cité, et dont l'article 4 déclare que : « Fait défense Sa Majesté aux agents de change de coter à la Bourse d'autres effets que les effets royaux et le cours des changes. » Il résulte de ce texte que les valeurs étrangères étaient, à ce moment, complètement exclues des négociations. Il est vrai qu'au cours de cette période, les transactions étaient assez faibles et ne portaient que sur des marchandises ou sur quelques valeurs nationales.

Cependant, au début du XIX[e] siècle, s'introduisaient sur notre marché quelques valeurs émises par des Etats étrangers, notamment les consolidés anglais, l'emprunt 6 0/0 du roi de Saxe, l'emprunt 5 0/0 des Deux-Siciles (1), de telle sorte que la législation de 1785, qui restait toujours en vigueur, ne se trouvait plus en rapport avec l'état de cho-

---

(1) R.-G. Lévy. La fortune mobilière de la France à l'étranger. *Revue des Deux-Mondes*, mars 1897.

ses existant. Le fait était devenu plus fort que le droit; le droit dut être réformé.

C'est alors qu'apparut, dans ce but, l'ordonnance du 18 novembre 1823, autorisant à coter sur le Bulletin authentique de la Bourse de Paris le cours des effets publics étrangers (1). Voici son texte complet :

« Vu l'arrêt du Conseil du 7 août 1785, portant défense aux agents de change de coter à la Bourse de Paris d'autres effets que les effets royaux et le cours des changes;

» Considérant que la permission de coter sur le cours authentique de la Bourse de Paris les effets publics des emprunts des gouvernements étrangers, n'implique, de la part du Gouvernement, ni approbation desdits emprunts, ni obligation d'intervenir en faveur de ceux de nos sujets qui, de leur plein gré, y placeraient leurs capitaux;

» Considérant que, depuis quelques années, les opérations de banque, de finance et de commerce ont reçu, dans tout le royaume, mais plus particulièrement à Paris, une très grande extension; qu'il en est résulté un accroissement de capitaux qui rend désormais sans effet les dispositions de l'arrêt du Conseil ci-dessus relaté;

» Considérant, enfin, qu'il ne peut qu'être utile de donner un caractère légal et authentique aux opérations nombreuses qui se font déjà sur les

(1) Manuel des agents de change, p. 321.

emprunts des gouvernements étrangers, les lois actuelles suffisant pour prévenir la fraude et l'insertion de conditions illicites ou illégales dans leur négociation;

» Notre Conseil entendu;

» Avons ordonné et ordonnons ce qui suit:

» Article premier. — A l'avenir, les effets publics des emprunts des gouvernements étrangers seront cotés sur le cours authentique de la Bourse de Paris.

» Art. 2. — L'arrêt du Conseil du 7 août 1785 est rapporté en ce qu'il renferme de contraire à la présente ordonnance. »

Certains auteurs, ainsi qu'on l'a fait remarquer, ont prétendu voir dans ce texte la déclaration d'admission de plein droit des fonds d'Etats étrangers, Mais les considérants du texte contredisent cette opinion, et montrent qu'il ne s'agit que d'une autorisation de faire figurer ces fonds à la cote officielle, sauf à remplir certaines conditions (1). Ceci ressort, d'ailleurs, nettement d'une lettre ministérielle, en date du 12 novembre 1825, adressée au syndic des agents de change, par M. de Villèle, et qui éclaire le texte ci-dessus cité. Cette lettre répond à une demande de renseignements adressée au ministre des finances, au sujet de l'admission à la cote des valeurs du Gouvernement espagnol. Elle montre que l'autorité qui dirige notre marché reste

(1) Manuel des agents de change, p. 321, note 1.

libre d'accorder ou de refuser l'admission, et conserve un large pouvoir d'appréciation et de contrôle. Voici d'ailleurs son texte.

« Monsieur le ministre des affaires étrangères m'a transmis, par une dépêche en date du 31 octobre dernier, la demande que lui à faite, au nom de son gouvernement, M. le duc de Villa Hermosa, ambassadeur de Sa Majesté catholique, pour obtenir que les valès consolidés d'Espagne, émis depuis le 1er mai 1824, à l'intérêt de 4 pour cent par an, fussent cotés sur le *Bulletin officiel* de la Bourse de Paris. Cette demande m'a paru n'avoir rien de contraire aux dispositions de l'ordonnance royale du 18 novembre 1823. Je vous autorise, en conséquence, et conformément à ladite ordonnance, à coter ces effets dans le *Bulletin officiel* de la Bourse de Paris, toutes les fois qu'ils donneront lieu à des opérations faites avec concurrence et publicité, en assez grand nombre pour produire un cours véritable, et tel que le public ne puisse être induit en erreur sur leur valeur réelle, précaution que vous devrez également prendre pour tous les autres effets, avant de les coter officiellement.» (1)

Cette lettre, très importante, exclut donc toute responsabilité gouvernementale ; en outre, elle pose nettement que l'admission à la cote ne constitue qu'une garantie du marché. En même temps, elle confirme que c'étaient les agents de change seuls,

---

(1) Manuel des agents de change, p. 329.

sous la réserve d'une autorisation gouvernementale (1), qui décidaient de l'admission à la cote. Des textes ultérieurs extrêmement nets démontrent ces deux points.

Et d'abord, le droit pour les agents de change de prononcer eux-mêmes l'admission à la cote, est manifesté d'une façon très précise par deux lettres ministérielles des 21 septembre et 17 octobre 1837 (2). Les agents de change, craignant le mécontentement que pourrait occasionner chez le public certaines admissions, auraient voulu se décharger sur le Gouvernement de cette sorte de responsabilité morale. M. Laplagne, ministre des finances, dans la lettre du 21 septembre 1837, déclina l'offre qui lui était faite. « Je ne puis que savoir gré à la Chambre syndicale de son honorable sollicitude, dit le ministre, et je la partage pleinement, mais la mesure quelle indique est d'une nature assez délicate pour exiger un examen approfondi. » La réponse n'était pas très précise ; aussi, le Syndicat des agents de change revient à la charge, dans une lettre du 4 octobre 1837. Le 17 octobre, le ministre lui répond d'une façon catégorique cette fois : « Il ne m'est pas possible d'adhérer à la proposition qui m'avait été faite de me charger de l'examen des valeurs qu'il conviendrait d'admettre ou de refuser... Je ne puis

(1) A défaut d'autres textes, on pourrait déduire cette autorisation gouvernementale de l'argument littéral : « Je vous autorise... »

(2) Manuel des agents de change, p. 359.

que me reposer sur la prudence de votre Compagnie pour concilier l'exécution des règlements avec ce qu'elle doit au public et à elle-même. »

Les droits des agents de change restent donc entiers. Comme le disait M. l'avocat général Desjardins : « La Chambre syndicale demandait des lisières ; on ne lui en donne pas. » Cependant, ainsi que nous le disions plus haut, une intervention gouvernementale va se produire. Nous aurons ultérieurement à en préciser l'étendue (1). Pour le moment, dans une étude historique comme celle-ci, nous ne voulons que signaler le texte qui la proclame. C'est une lettre adressée au Syndicat des agents de change, par M. P. Magne, ministre des finances, le 12 août 1873. La Chambre syndicale ayant admis à la cote les obligations de l'emprunt égyptien 7 0/0 1873, le Gouvernement lui demanda de surseoir jusqu'à nouvel ordre à cette admission. C'est une reconnaissance formelle du droit d'intervention. La lettre ajoutait : « La lettre qui vous a été écrite le 16 octobre dernier ne s'occupe en aucune façon des fonds publics des gouvernements étrangers ; elle n'a trait qu'aux valeurs des sociétés et villes étrangères... ; mais de ce que cette lettre rappelle la nécessité d'un avis préalable de non-opposition pour l'inscription à la cote des valeurs des villes et sociétés étrangères, il ne s'ensuit nullement qu'elle supprime implicitement cet avis, pour les fonds

(1) Deuxième partie, Chapitre III.

d'Etats étrangers... L'admission à la cote officielle de la Bourse de Paris des fonds publics des gouvernements étrangers reste régie par l'ordonnance royale du 12 novembre 1823... Aujourd'hui, comme alors, il est nécessaire que le ministre des finances et le ministre des affaires étrangères soient mis à même d'apprécier, l'un au point de vue des intérêts du Trésor, l'autre au point de vue de l'intérêt politique, s'ils n'ont point de motif de s'opposer à l'inscription sur la cote officielle de fonds publics étrangers dont la Chambre syndicale, au point de vue de l'intérêt public, aurait jugé la négociation utile et opportune. »

C'est cette législation, déjà un peu ancienne, qui est encore en vigueur aujourd'hui. C'est ce qui résulte de plusieurs textes. Nous en avons une première preuve dans l'interprétation même du décret du 6 février 1880, relatif aux valeurs étrangères et à leur admission sur notre marché; or, ce texte ne vise que les « actions, obligations, titres d'emprunts, quelle que soit, d'ailleurs, leur dénomination, émanant de sociétés, compagnies, entreprises, corporations, villes, provinces étrangères, et tous autres établissements étrangers ». A aucun moment, nous ne voyons mentionnés les fonds d'Etats étrangers. C'est donc que, pour eux, le décret du 6 février 1880 laisse intacte la législation antérieure.

A défaut de cet argument d'interprétation de texte, nous avons une preuve formelle de ce que

nous voulons établir, dans une circulaire ministérielle du 12 février 1880, adressée au syndic des agents de change par M. Magnin, ministre des finances, au sujet de l'application du décret du 6 février Voici, en effet, ce que nous y lisons : « Le ministre des finances continue à exercer, comme par le passé, l'autorité dont il a été investi sur les Chambres syndicales.... Il a paru utile de rappeler expressément le droit qu'à toujours eu le ministre des finances d'interdire la négociation en France des valeurs étrangères. C'est, en conséquence, sous réserve du droit de surveillance et de contrôle du ministre que les Chambres syndicales ont pouvoir d'accorder, refuser, suspendre ou interdire les négociations de ces valeurs à leurs Bourses respectives. Par suite,toutes les fois qu'une Chambre syndicale d'agents de change aura cru pouvoir admettre en principe à la cote une valeur étrangère, elle devra en donner avis au ministre des finances et elle ne pourra autoriser la négociation de cette valeur à son parquet avant d'avoir reçu du ministre une autorisation expresse et écrite... Il ne vous échappera pas que ce décret ne concerne que les valeurs émanant des sociétés, compagnies, entreprises, corporations, villes, provinces étrangères, et de tous autres établissements étrangers ; rien n'est changé aux lois ou règlements actuellement applicables... aux fonds d'Etats étrangers. » (1)

---

(1) Manuel des agents de change, p. 592.

Telles sont donc les origines historiques de la législation actuelle sur les fonds d'Etats étrangers. Nous examinerons plus loin les détails de cette législation.

II

Valeurs étrangères autres que les fonds d'États

Cette catégorie de valeurs a été l'objet d'une sorte de méfiance peut-être un peu excessive, et a été, par suite, admise à la cote officielle bien après les autres (1). Pendant longtemps, en effet, elles furent écartées de la cote, ainsi que cela résulte de l'arrêt du Conseil du 7 août 1785, déjà cité, qui s'appliquait à toutes les valeurs étrangères, sans distinction.

Lorsque, au début du XIXe siècle, notre marché commenca à s'ouvrir aux titres étrangers, ce ne furent que les seuls fonds d'Etats étrangers qui furent admis à notre cote, ainsi que cela résulte de l'arrêt du 18 novembre 1823. Mais les titres des compagnies et sociétés étrangères furent toujours tenus à l'écart.

Néanmoins, le fait fut, ici encore, plus fort que le droit. En effet, vers le milieu du XIXe siècle, des progrès considérables furent accomplis dans le domaine industriel, comme dans le domaine commercial. Les chemins de fer commençaient à se développer, créant entre les peuples des relations de

(1) Bibliographie. B.-P. Dauphin. « Emission et circulation des titres des sociétés étrangères en France. » Thèse, Paris, 1907.

plus en plus intimes, et notre épargne française, participant à cette impulsion, se tournait insensiblement vers les entreprises étrangères qui sollicitaient son concours. Il en résulta l'apparition dans notre pays de valeurs de sociétés étrangères,qui circulaient, d'ailleurs, d'une façon en quelque sorte furtive et illicite, et si l'on effectuait des négociations sur ces valeurs, c'était par simple tolérance.

Peu de temps après, cette situation fausse devait être modifiée par une loi du 23 juin 1857, dont l'article 9 déclarait que « les actions et obligations émises par les sociétés, compagnies ou entreprises étrangères... ne pourront être cotées et négociées en France qu'en se soumettant à l'acquittement des droits ». Ce texte aboutissait, en somme, à reconnaître les valeurs étrangères d'une façon en quelque sorte officieuse, puisqu'il le soumettait à un impôt. Le fisc, on le voit, ne perd jamais ses droits, et il est curieux de voir ces valeurs être déjà frappées d'un impôt,alors qu'aucune loi n'avait encore autorisé leur circulation en France, et que la législation qui leur était encore applicable interdisait même leur négociation.

D'ailleurs, le décret impérial du 17 juillet 1857, portant règlement pour l'exécution de la loi du 23 juin précitée, accentuait encore cette reconnaissance en soumettant les compagnies et sociétés étrangères, ayant mis des titres en circulation dans notre pays, à certaines déclarations relativement à leur objet et leur constitution. Le même texte exigeait l'accomplissement de certaines formalités en

vue de leur négociation, et de l'acquittement des taxes, et imposait, en outre, aux sociétés émettrices l'obligation de faire agréer par le ministre des finances, un représentant responsable du paiement de l'impôt (1).

Néanmoins, la situation des valeurs dont nous nous occupons était encore quelque peu précaire. Le décret impérial du 22 mai 1858 devait venir la préciser, en autorisant l'admission à la cote d'une certaine catégorie de valeurs étrangères, savoir, les titres émis par les compagnies de chemins de fer construits en dehors du territoire français (2). Pour jouir de cette autorisation, les titres en question devaient se soumettre aux lois et règlements applicables aux titres français de même nature. Les compagnies émettrices devaient, en outre, justifier de leur constitution, conformément aux lois de leur pays. A cet effet, le décret leur enjoint de remettre au ministre des finances et à la Chambre syndicale des copies authentiques :

1° Des actes de l'autorité qui ont approuvé leur formation et les ont autorisées à construire les chemins de fer.

2° Des statuts, cahiers des charges et documents divers qui ont réglé ou modifié leurs conditions d'existence.

Ils doivent, en outre, justifier de l'admission de leurs titres à la cote officielle de la Bourse de leur

---

(1) Décret du 17 juillet 1857, art. 1, 2, 5, 10, etc.
(2) Manuel des agents de change, p. 447.

pays. Il faut, en outre, pour les actions, un montant minimum de 500 francs, libéré au moins des sept dixièmes. Pour les obligations, elles ne pourront être négociées et cotées en France que si le capital social ou la partie de ce capital représentée par des actions a été intégralement versé. Il faut, enfin, que leur émission ait été autorisée par les ministres des finances, de l'agriculture, du commerce et des travaux publics.

En somme, les conditions d'admission étaient très strictement réglementées, mais elles étaient restreintes à une certaine catégorie de titres bien déterminée. Néanmoins, peu de temps après, la mesure devait s'élargir. C'est ce qui résulte du décret du 16 août 1859. En l'espèce, ce texte ne vise qu'à modifier l'article 4 du décret du 22 mai 1858, en portant les conditions de libération des titres à deux cinquièmes, au lieu de sept dixièmes. Mais ce qu'il y a d'intéressant à remarquer, c'est que, tandis que le décret de 1858 visait uniquement les compagnies de chemins de fer étrangers, celui de 1859, par son titre et ses termes mêmes, ne semble plus être restreint à cette catégorie de titres et a pour objet, d'une manière générale, les « valeurs des compagnies étrangères ».

Il semble donc qu'on puisse voir dans ce texte l'origine historique du droit d'accès des valeurs étrangères, autres que les fonds d'Etats, sur notre marché financier (1). Cette disposition, en même

(1) En ce sens : Man. des agents de ch., p. 448, note 1.

temps qu'elle ouvrait notre cote à une plus grande quantité de titres, donnait également plus de latitude aux agents de change pour prononcer l'admission. Toutefois, ici, comme pour les fonds d'Etats, une certaine intervention gouvernementale est réservée, en vue de contrôler l'exercice du droit de la Chambre syndicale. C'est ce qui résulte, très nettement, d'une lettre ministérielle du 16 octobre 1872 (1) où il est dit : « Il est bien entendu que c'est toujours à la Chambre syndicale qu'il appartient d'admettre les valeurs étrangères aux négociations de la Bourse ; elle seule peut le faire en connaissance de cause ; et, d'ailleurs, elle seule a qualité pour le faire. Mais après avoir prononcé l'admission en principe, elle ne doit procéder à l'inscription au *Bulletin officiel* qu'après avoir pris l'avis de mon département. »

On vécut sur cette législation jusqu'au décret du 6 février 1880 qui est encore en vigueur et que nous aurons à étudier plus loin dans tous ses détails. Ce texte fixe les conditions nécessaires à remplir pour que la valeur obtienne l'admission à la cote ; il exige notamment la communication de certaines pièces ; il exige également que les titres satisfassent à certaines conditions de minimum du montant nominal,

---

(1) L'édition de 1893 du Manuel des agents de change, pourtant très complète, ne mentionne pas le texte de cette lettre. Néanmoins, la lettre du 12 août 1873 y fait allusion à deux reprises, et en donne même une rapide analyse (Manuel des agents de change, p. 553).

ainsi que de libération (1). L'article 1er accorde à la Chambre syndicale le droit de prononcer sur l'admission, et l'article 5 prévoit un droit de veto du ministre des finances.

⁂

De toute cette étude historique, se dégage une notion qui nous paraît très importante, et qui, croyons-nous, doit dominer toute l'étude qui va suivre. C'est que le droit de négociation sur le marché financier français, et l'admission à la cote officielle de notre Bourse ont été de tout temps fort recherchés par les établissements émetteurs, français ou étrangers. D'un autre côté, notre marché financier et notre cote officielle n'ont été ouverts que difficilement et à des conditions assez rigoureuses. La France, véritable banquier du monde comme on l'a dit, a estimé que son concours financier méritait, de la part de ceux qui y faisaient appel, le sacrifice de certaines conditions.

Mais si les émetteurs ont accepté sans murmurer de s'y soumettre, c'est qu'ils ont compris qu'obtenir une place légitime et officielle sur le marché français c'était presque certainement assurer le succès de l'émission. Par suite de la puissance d'épargne de notre pays, ces émetteurs considèrent

---

(1) Ces dernières conditions, ainsi posées par l'article 4 du décret du 6 février 1880, ont été modifiées par le décret du 1er décembre 1893.

le marché français comme un débouché inestimable, dont il y a tout intérêt à obtenir l'ouverture. Cette notion, qui est fondamentale, et qui, disions-nous, semble dominer toute notre étude, nous servira à comprendre pourquoi les Etats, les sociétés et les compagnies, désirant faire admettre leurs titres à notre Bourse, se conforment à des conditions qui vont pourtant sans cesse en se précisant et en se compliquant. Quant à savoir si ces conditions ont réussi à atteindre le but de protection qu'on attendait d'elles, c'est un problème très délicat que nous envisagerons plus loin.

Avant d'en terminer sur ces notions historiques, il nous semble utile de rappeler les origines et le développement d'une institution qui est tout le contraire du marché officiel, mais qui a avec lui des rapports très intimes : nous voulons parler du marché libre, ou coulisse. De même qu'un objet est souvent bien défini par la définition de son contraire, de même, l'étude de la coulisse nous permettra peut-être d'éclairer quelques points délicats de l'étude du marché officiel.

CHAPITRE IV

NOTIONS HISTORIQUES SUR LA COULISSE DANS SES RAPPORTS AVEC LE MARCHÉ OFFICIEL

L'article 76 du Code de commerce, très important pour la matière que nous étudions, organise légalement la situation des agents de change, et leur confère, par ses termes mêmes, un véritable monopole : « Les agents de change ont, seuls, le droit de faire les négociations des effets publics et autres, susceptibles d'être cotés. »

Il importe de bien définir l'étendue du monopole ainsi reconnu, car c'est en voyant que ce monopole n'est pas absolument général et qu'il n'embrasse pas toutes les valeurs possibles, que nous comprendrons la place occupée par la coulisse et les causes mêmes de son développement.

L'étendue de ce monopole est lumineusement exposée par MM. Lyon-Caen et Renault, dans leur ouvrage de droit commercial (1). Toute la question

---

(1) Ch. Lyon-Caen et L. Renault. Manuel de droit commercial, p. 616 § 815. Cf. Buchère : Des valeurs mobilières, 2e édition, no 1160.

revient à interpréter l'expression « effets susceptibles d'être cotés », par laquelle se termine l'article 76. Voici ce que disent nos auteurs :

« En ce qui concerne les valeurs pour lesquelles les agents de change ont le droit exclusif de négociation, une grave question se pose. Ce droit exclusif n'existe-t-il que pour les valeurs admises à la cote, ou s'étend-il à toutes les valeurs réunissant les conditions légales voulues pour y être admises, quand même elles ne le seraient pas ? On pourrait être tenté d'adopter la seconde solution ; en sa faveur, on peut faire remarquer que l'article 76 C. com. déclare que les agents de change ont, seuls, le droit de faire des négociations d'effets publics et autres susceptibles d'être cotés, et que cette dernière expression ne peut être prise comme synonyme d'effets admis à la cote officielle. Avec ce système, le monopole existerait au profit des agents de change pour tous les titres dont la négociation n'est prohibée par aucune loi et qui sont de la nature des valeurs négociées dans les Bourses (actions, obligations, rentes, etc.). Il est préférable de ne reconnaître le monopole que pour les valeurs effectivement admises à la cote. Cette opinion, adoptée par la Cour de cassation, paraît consacrée par la loi du 13 avril 1898, article 14. Elle a l'avantage de bien délimiter le droit exclusif des agents de change. En outre, elle n'est point contraire aux expressions de l'article 76. Quand une valeur est admise à la cote officielle, elle n'est pas, par cela même, cotée ; pour qu'elle le soit, il faut qu'elle

donne lieu à des négociations. On peut dire ainsi que les valeurs admises à la cote sont, selon les expressions de l'article 76, susceptibles d'être cotées. »

L'arrêt de la Cour de cassation, dont il est fait mention, et qui date du 1er juillet 1885 (1), s'exprime en ces termes : « Par les mots : effets susceptibles d'être cotés, dont la négociation appartient exclusivement aux agents de change, l'article 76 entend les effets dont le cours est habituellement relevé dans les termes de l'article 72 du Code de commerce, et qui, par les conditions de régularité, de garanties sérieuses et de fréquence d'échanges dans lesquelles ils se trouvent, ont été jugés par la Chambre syndicale des agents de change aptes à être portés sur la cote officielle de la Bourse. » Cet arrêt, déjà très clair, est confirmé par un autre, en date du 9 mars 1886, d'une façon tout aussi nette (2). Il résulte donc de ces solutions jurispru-

---

(1) Cass., 1er juillet 1885. Sirey, 85-I-257 ; consulter la note sous cet arrêt.

(2) Cass , 9 mars 1886. D. 86-I-266. « Les seuls effets soumis au privilège des agents de change et pour la négociation desquels l'intervention d'un agent de change peut être établie, sont ceux qui ont été portés par la Chambre syndicale sur la cote officielle de la Bourse. » Une note sous cet arrêt rappelle que la question d'interprétation de l'article 76 du Code de commerce a été tranchée par l'arrêt du 1er juillet 1885 (voir plus haut) dans le sens de « effets qui ont été jugés par la Chambre syndicale aptes à être portés à la cote officielle de la Bourse », et que ce nouvel arrêt confirme entièrement cette jurisprudence.

dentielles que, par « valeurs susceptibles d'être cotées », il faut entendre exclusivement les valeurs effectivement admises à la cote officielle. Par suite, en faisant de l'article 76 une interprétation restrictive, nous déduirons que les valeurs non admises à la cote restent, au point de vue de leur négociation, sous l'empire du droit commun. On comprend très bien que la coulisse puisse exercer son activité sur cette catégorie de titres ; c'est un domaine qui lui est librement ouvert, et ce domaine est très nettement délimité.

Ayant ainsi défini la coulisse par son but et son champ d'action, essayons, avant d'entreprendre l'histoire de son développement, d'en donner une nouvelle définition plus précise : La coulisse est une association (1) dont les membres, appelés banquiers-coulissiers, servent d'intermédiaires pour les négociations de certaines catégories de valeurs ; ils partagent avec les agents de change le droit d'intervenir dans les négociations de valeurs non cotées, mais doivent s'abstenir de participer aux opérations sur valeurs cotées, sous peine d'être passibles du délit d'immixtion dans les fonctions d'agent de change (2).

---

(1) Sans prendre ce mot dans son sens le plus juridique et tel que le définit la loi de 1901, nous estimons que l'expression peut être maintenue, comme donnant une idée de la réglementation à laquelle les banquiers-coulissiers, organisés en syndicat, ont accepté de se soumettre.

(2) Parmi l'abondante bibliographie sur ce sujet, signalons les ouvrages suivants : Eugène Léon : Etude sur la coulisse et ses opérations. — Salzedo: La coulisse et la juris-

Section Première

HISTORIQUE DE LA COULISSE. — SA LUTTE AVEC LE MARCHÉ OFFICIEL

Et d'abord, d'où vient ce nom singulier de coulisse, par lequel on désigne le marché libre?

On a coutume de l'expliquer en disant que, dans certains locaux occupés par la Bourse de Paris, les personnes qui opéraient sans agent de change se réunissaient dans un couloir, qui était séparé, par une cloison à hauteur d'appui, du lieu où se tenaient les autres commerçants (1); cet emplacement pouvait, avec beaucoup d'imagination, être assimilé aux couloirs par lesquels on accède à la scène d'un théâtre. De là le nom de coulisse.

La coulisse est une institution très ancienne. Comme elle est née des circonstances et qu'elle n'a jamais été reconnue par des textes de loi, il est, croyons-nous, impossible de préciser d'une façon certaine à quelle époque elle s'est constituée.

Jusqu'en 1823, elle servit surtout à la négociation des valeurs étrangères qui, on le sait, n'étaient

---

prudence.— Hayaux du Tilly: Du marché financier et de sa réglementation, 1901. — Charousset : Essai sur la réorganisation du marché financier 1898. — Oudin et Em Vidal: L'organisation du marché libre à la Bourse de Paris. (Congrès des valeurs mobilières de Paris, 1900.)

(1) En ce sens : Lyon-Caen et Renault : Manuel de droit commercial. — Fremery : Des opérations de Bourse. — J. Haristoy : Le marché financier français..., etc.

pas admises à la cote officielle. L'ordonnance royale du 18 novembre 1823 autorisant l'admission à la cote des valeurs émises par les gouvernements étrangers, a pu quelque peu restreindre l'activité de la coulisse en lui supprimant une partie de son domaine.

Mais vers le milieu du XIX[e] siècle, le développement de l'industrie et surtout la création des premiers réseaux ferrés procurèrent aux coulissiers l'occasion de nouvelles opérations. En effet, pour ce qui est des titres des compagnies de chemins de fer étrangers, on se rappelle que leur admission à la cote officielle ne fut accordée qu'en 1858; jusque-là, leur négociation fut réservée aux coulissiers qui firent sur elles de fructueuses affaires. Pour ce qui est des titres des compagnies de chemins de fer français, ils ne pouvaient être admis à la cote officielle qu'après avoir été libérés de moitié, et seulement lorsque la compagnie concessionnaire avait été régulièrement et définitivement constituée; il fallait encore que le Conseil d'Etat en eût régulièrement approuvé et confirmé les statuts. Jusque-là, les titres n'existaient que sous la forme de promesses d'actions ou d'actions provisoires. Comme le marché officiel leur était momentanément fermé, ces titres se négociaient pendant ce temps par l'intermédiaire des coulissiers (1).

---

(1) Alphonse Courtois. Traité des opérations de Bourse et de change, p. 282, 14[e] édition, revue par Em. Vidal.

Ceux-ci gagnaient donc ainsi des sommes considérables ; leur situation souleva contre eux la jalousie des agents de change, sur la plainte desquels ils furent poursuivis pour délit d'immixtion dans les fonctions d'agents de change, en 1859. Ce délit est prévu et puni par la loi du 28 ventôse an IX, article 8, ainsi conçu : « Il est défendu, sous peine d'une amende qui sera au plus du sixième du cautionnement des agents de change ou courtiers de la place, et au moins du douzième, à tous les individus autres que ceux nommés par le Gouvernement, d'exercer les fonctions d'agents de change et courtiers. » L'arrêt du Conseil, du 27 prairial an X, article 4, confirme ce texte et la pénalité qu'il édicte ; et la jurisprudence la plus récente renvoie encore à ces textes qui restent toujours en vigueur (1).

Donc, le 25 juin 1859, vingt-six personnes furent citées pour le délit d'immixtion devant le Tribunal de police correctionnelle. Malgré la parfaite honorabilité des inculpés et leur habile défense, présentée par le célèbre avocat Berryer, la sixième Chambre correctionnelle les condamna chacun à une amende de 10.500 francs, et aux dépens. Vingt et un condamnés firent appel ; le 2 août 1859, la Cour d'appel de Paris confirma la décision pre-

(1) Tribunal correctionnel de la Seine, 24 janvier 1911. *Droit Financier* 1912, 291 : « L'immixtion dans les fonctions d'agent de change constitue un délit prévu et puni par l'article 4 de l'arrêté du 27 prairial an X et l'article 8 de la loi du 28 ventôse an IX. »

mière. Quatorze des inculpés essayèrent d'un pourvoi devant la Cour suprême, le 13 janvier 1860; mais rien ne fut changé et nos coulissiers restèrent sous le coup de leur condamnation (1). Devant la Cour de cassation, notamment, on fut très dur à l'égard des malheureux coulissiers; ceux-ci, en effet, ayant prétendu avoir tout au moins le droit d'intervenir dans les opérations à terme, M. le conseiller rapporter Bresson s'écria: « Voilà le marché à terme des effets publics passé dans nos mœurs; il apparaît avec sa puissance, avec ses dangers, avec toutes les fraudes et les calculs d'un jeu effrené; et c'est ce genre de négociation qu'on aurait soustrait à l'intervention de l'officier public préposé à la négociation de tous les effets publics sans distinction? Cette exception, elle serait écrite dans la loi au profit de qui? au profit du premier venu à qui il plairait d'entrer dans les rangs pressés de cette foule sans nom qu'on a appelée la coulisse! est-ce que c'est propobable?... »

Il est de fait que la coulisse fut ainsi frappée d'un rude coup, et végéta péniblement pendant quelques années; mais après avoir été ainsi désavouée en droit, elle devait néanmoins reparaître encore; aussi, aux environs de 1870, la voyons-nous fonctionner à nouveau auprès de notre marché officiel. Après la guerre franco-allemande, elle ren-

(1) Sirey. 1860-1-481.

dit même de réels services au pays, en aidant, dans une assez large mesure, à la négociation des emprunts émis pour la libération de notre territoire. Son utilité la fit donc tolérer.

Cependant, l'accord ne dura pas et la rupture s'annonça d'abord par quelques escarmouches de détail, comme, par exemple, l'interdiction faite aux coulissiers, par le Gouvernement, de se réunir, comme ils en avaient l'habitude, dans le hall du Crédit Lyonnais. Ce n'était rien, et cela dénotait pourtant quelle animosité entourait l'existence de la coulisse.

Ce qui fut plus grave, ce furent les restrictions qu'elle fut obligée de subir par suite des dispositions légales.

La loi du 28 juin 1885 sur les marchés à terme commença la série de ces lois qui frappèrent la coulisse, bien qu'en l'espèce, cette loi n'ait pas été directement dirigée vers ce but. Jusqu'en 1885, les marchés à terme avaient été considérés comme illicites ; les arrêts du Conseil des 24 septembre 1724, 7 août, 2 octobre 1785 et 22 septembre 1786, l'article 15, chapitre 1er, l'article 4, chapitre 2 de la loi du 28 vendémiaire an IV interdisaient ces marchés à terme, ou ne les autorisaient que sous réserve de conditions très restrictives (1). De telles

---

(1) C'est ainsi, par exemple, que l'arrêt du Conseil du 24 septembre 1724, article 30, obligeant les agents de change à se donner réciproquement « leurs billets portant promesse de se fournir, dans le jour », rendait impossible,

opérations, ne pouvant être faites par l'intermédiaire d'un agent de change, c'est aux coulissiers qu'on s'adressait pour les réaliser; et ce qui prouve, néanmoins, leur fréquence et leur importance, c'est que, lors de la crise financière de 1882, provoquée par la déclaration de faillite de la société l'Union Générale, on eut connaissance d'un grand nombre de spéculateurs se trouvant en perte, par suite d'opérations à terme qu'ils avaient effectuées malgré la loi. Aussi, lorsque la loi du 28 juin 1885 vint déclarer que « tous marchés à termes sur effets publics et autres sont reconnus légaux » et que « nul ne peut, pour se soustraire aux obligations qui en résultent, se prévaloir de l'article 1965 du Code civil, lors même qu'ils se résoudraient par le paiement d'une simple différence » (1), il en

---

par ce délai, toute opération à terme. L'arrêt du Conseil du 7 août 1785, un peu moins rigoureux, ne frappait de nullité « que les marchés à terme et sans livraison des effets, ou sans le dêpôt réel d'iceux. » (Art. 7.)

(1) Il n'entre pas dans le cadre de notre ouvrage d'étudier en détail cette loi. Consulter P. de Cenac : La loi du 28 juin 1885 ; — G. Deloison : Traité des valeurs mobilières et des opérations de Bourse, 1890. « La loi du 28 mars 1885 établit une présomption légale de validité en faveur des marchés à terme. Les tribunaux ne peuvent plus désormais accueillir l'exception de jeu que dans le cas où l'intention commune de jouer est constatée par un écrit dressé à l'origine des opérations ; ce cas excepté, il y a présomption que l'opération est réelle et sérieuse, et cette présomption légale n'admet pas de preuve contraire. » En ce sens : G. Deloison, *op. cit.* n° 477, et Cour d'appel de Pa-

résulta que la coulisse vit les agents de change autorisés à pénétrer sur un terrain qui lui avait été réservé jusqu'alors, et elle se voyait frustrée d'une partie de ses bénéfices.

Mais l'attaque devait devenir beaucoup plus directe quelques années plus tard, en 1893, lorsque la ministre des finances d'alors, M. Tirard, déposa, le 14 janvier, un projet de loi destiné à être incorporé au budget. En voici les principales dispositions :

« Article premier. — Toute opération de Bourse ayant pour objet la négociation des valeurs visées par l'article 76 du Code de commerce, devra être constatée sur un bordereau individuel établi par l'agent de change. Un bordereau semblable devra être également établi par tous les autres intermédiaires pour les opérations sur valeurs non cotées à la Bourse. Ces bordereaux sont assujettis à un droit de timbre dont la quotité est déterminée par la valeur totale des titres négociés, calculée d'après le taux de la négociation. »

« Article 3. — Les intermédiaires visés par l'article premier, paragraphe 2, seront tenus d'avoir un répertoire sommaire non soumis au timbre, mais coté, visé et paraphé par un des juges du Tribunal de commerce, sur lequel ils porteront, par ordre de numéro, le jour même de leur date, et sans aucune

---

ris, 6 juin 1885. D. 85-II-124. La jurisprudence de cet arrêt est d'ailleurs critiquée dans une note de M. Sarrut, celui-ci estimant que cette présomption est au contraire susceptible de la preuve du contraire.

exception, chacune des opérations sur valeurs de Bourse qu'ils auront faites, soit pour leur compte, soit pour le compte d'autrui, en qualité de mandataire ou à tout autre titre. Chaque article du répertoire relatif à une opération sur les titres admis à la cote devra indiquer le nom et le domicile de l'agent de change par le ministère duquel l'opération aura été effectuée. Ce répertoire sera communiqué à toute réquisition, aux agents de l'enregistrement. (Suivent des pénalités contre les contrevenants.) »

Ces dispositions empêchaient absolument la coulisse de procéder à des opérations sur valeurs cotées, puisque, d'après l'article 3 du projet, l'intervention d'un agent de change était nécessaire, et puisque le nom de cet agent de change devait figurer sur le répertoire obligatoirement tenu par tout intermédiaire non officiel. Etant donné, d'une part, que le projet était une disposition d'ordre fiscal, et que, d'autre part, il prévoyait le paiement de l'impôt par l'agent de change, il en résultait que l'intermédiaire qui effectuait une opération en violation de la loi était, non seulement coupable du délit d'immixtion, prévu et puni par la loi du 28 ventôse an IX, mais devenait encore contrevenant fiscal, passible des peines portées en l'article 4 du projet.

La discussion du projet Tirard eut lieu à la Chambre les 23 et 24 février 1893 (1) et le projet

(1) Voir *Journal officiel.* Débats parlementaires, Chambre, 23 et 24 février 1893. A la première séance, discussion

fut voté. Le ministre le porta alors devant le Sénat, mais ce corps, sans repousser le projet, en vota, le 28 mars, la disjonction de la loi de finances. Le 30 mars, le ministère se retirait, et le projet restait en suspens.

Le nouveau ministre, M. Peytral, trouva un texte de conciliation sur lequel les deux Chambres se mirent d'accord, et qui devint la loi du 28 avril 1893. Son article 29 est ainsi conçu : « Quiconque fait commerce habituel de recueillir des offres et des demandes de valeurs de Bourse, doit, à toute réquisition des agents de l'enregistrement, soit représenter des bordereaux d'agents de change ou faire connaître les numéros ou les dates des bordereaux, ainsi que les noms des agents de change de qui ils émanent, soit, faute de ce faire, acquitter personnellement le montant des droits. » L'article 30 déclare : « Les personnes désignées à l'article qui précède sont tenues de faire une déclaration préalable à l'administration de l'enregistrement... Les mêmes personnes doivent tenir un répertoire... sur lequel elles inscriront chaque opération, jour par jour... Ce répertoire est communiqué, à toute réquisition, aux agents de l'enregistrement. »

Nous ne voulons pas entrer ici dans les détails d'interprétation de cette loi, d'ailleurs partielle-

---

générale, avec exposition par le ministre des finances et intervention de MM. de Lamarzelle, Yves Guyot et Félix Faure. Le lendemain, adoption des articles. Le projet fut voté par 436 voix contre 41.

ment modifiée par celle de 1898; nous en renvoyons l'examen plus loin, lorsque nous étudierons les effets de l'admission à la cote, au point de vue fiscal (1). Nous avons simplement à mentionner ici que cette loi sauvait la coulisse si gravement menacée. En effet, le coulissier, assujetti à tenir un répertoire par suite de sa déclaration à l'Enregistrement, et obligé seulement de justifier du paiement de l'impôt, peut le faire d'une façon normale par la production d'un bordereau d'agent de change, mais il n'est pas tenu à ce seul mode de preuve, et, s'il ne peut produire ce bordereau, il se libèrera valablement en acquittant personnellement le montant des droits. En somme, la production du bordereau devient, en quelque sorte, facultative. Comme le dit fort bien M. Courtois (2) : « il se dégagea ce principe que la fiscalité était indépendante de la légalité des opérations ».

A l'abri de cette nouvelle disposition, le marché libre continue à se développer, et à prospérer; c'est ce qui se dégage nettement de l'examen du chiffre d'impôt perçu sur les opérations de Bourse, en vertu de la loi précitée, par les agents de change et par les coulissiers, ces chiffres pouvant être considérés comme représentatifs de l'activité respec-

---

(1) Troisième partie. Chapitre III. Section II.

(2) A. Courtois. Traité des opérations de Bourse et de change, p. 296.

tive, de ces deux catégories d'intermédiaires (1) :

Les agents de change ont acquitté.	11.758.542 fr.
Autres assujettis (coulissiers)	22.130.167 fr.

Ces chiffres donnent une idée du développement considérable pris, en 1898, par le marché libre. Une situation aussi florissante devait fatalement allumer la jalousie des concurrents. Les agents de change, en effet, apportèrent leurs doléances auprès des parlementaires. Ils réclamaient, avec juste raison d'ailleurs, une disposition légale ne permettant pas de tourner l'article 76 du Code de commerce avec autant de désinvolture que ne le faisait la loi alors en vigueur. L'émotion qu'ils manifestèrent eut sa répercussion à la Chambre, où deux députés, MM. Lacombe et Fleury-Ravarin, déposèrent chacun un projet rectificatif. Les termes de ces deux projets étant sensiblement les mêmes, M. Lacombe fondit son projet avec celui de son collègue ; il en résulta un texte unique, connu sous le nom d'amendement Fleury-Ravarin, qui fut discuté en même temps que le budget de 1898, voté en même temps que lui, et qui devint l'article 14 de la loi du 13 avril 1898 : « Quiconque fait commerce habituel de recueillir des offres et des demandes de valeurs de Bourse doit, à toute réquisition des agents de l'enregistrement, s'il s'agit de valeurs

(1) Bulletin de statistique et de législation comparée. Janvier 1898, p 52.

admises à la cote officielle, représenter des bordereaux d'agent de change ou faire connaître les numéros et les dates des bordereaux, ainsi que les noms des agents de change de qui ils émanent, et, s'il s'agit de valeurs non admises à la cote officielle, acquitter personnellement le montant des droits. »

Cette loi, dont nous verrons plus tard l'importance fiscale, portait un grand coup à la coulisse, car si elle ne changeait rien à la législation sur les valeurs non cotées, elle exigeait formellement, pour les valeurs cotées, la représentation du bordereau d'agent de change, sans qu'il fût possible d'employer un autre mode de preuve. Les coulissiers qui enfreindraient cette loi seraient coupables à la fois du délit d'immixtion et d'un délit fiscal ; quant à agir régulièrement et à se munir du bordereau, il n'y avait à cela aucun intérêt pour eux, puisqu'ils devaient alors payer le courtage à l'agent de change auquel ils s'adressaient.

Néanmoins, il importe bien de remarquer que cette loi ne supprimait pas absolument la coulisse, pas plus d'ailleurs que les décrets du 29 juin 1898, réorganisant le marché financier, et qui ne changèrent rien à la loi du 13 avril. En réalité, la coulisse était simplement confinée dans un domaine plus restreint qu'auparavant, puisqu'elle était radicalement exclue de la négociation des valeurs cotées. Elles conservait, par contre, le droit d'opérer la négociation des valeurs non cotées et non sus-

ceptibles de l'être, suivant les termes mêmes de l'article 76 du Code de commerce, interprété par l'arrêt de cassation du 1er juin 1885, cité plus haut. En outre, au cours de la discussion de l'amendement Fleury-Ravarin, il fut déclaré formellement à la tribune qu'on reconnaîtrait à la coulisse, par pure tolérance, le droit d'intervenir dans les négociations portant sur la rente française. M. Cochery, alors ministre des finances, estima que le parquet officiel conserverait un contrôle suffisant sur ses opérations ; peut-être obéissait-il à des considérations d'ordre budgétaire et ne voulait-il pas restreindre les débouchés de nos fonds d'Etat.

Quoi qu'il en soit, la coulisse voyait son domaine très strictement limité. Néanmoins, ce domaine était encore assez vaste pour qu'elle puisse y vivre et y trouver une suffisante activité. Elle comprit seulement que, pour obtenir une plus grande confiance de la part du public, il lui fallait s'organiser d'une manière rigoureuse, au point de devenir, sur le marché, un rouage semi-officiel. C'est ce qu'elle fit ; et c'est ainsi que nous la trouvons actuellement.

Ce marché libre de Paris s'organisa donc sous la forme syndicale, et constitua deux syndicats : celui des banquiers en valeurs au comptant, et celui des banquiers en valeurs à terme. Chacun de ces deux groupes élabora des règlements et des statuts à peu près identiques.

Notre sujet n'étant pas l'étude même de la cou-

lisse, dont nous ne parlons que par suite de ses rapports avec le marché officiel, nous n'avons pas l'intention de faire une analyse détaillée de ces divers textes. Résumons-les donc seulement d'une façon sommaire.

La disposition la plus intéressante que renferment les statuts a trait à l'institution d'une chambre syndicale, nommée par les membres du syndicat et composée de coulissiers ayant été admis au syndicat, conformément aux conditions des règlements. Par analogie avec le marché officiel, la Chambre syndicale du marché libre est investie de pouvoirs divers, intervenant notamment, nous le verrons, dans l'admission à la cote en banque.

Les règlements renferment aussi certaines dispositions qui méritent d'être relevées. Ils prévoient d'abord, dans les articles 2 à 5, les conditions qu'il faut remplir pour être admis au syndicat (1). L'article 11 des règlements, très important pour notre matière, déclare que : « Sont seules inscrites à la cote du marché, les valeurs ne figurant pas à la cote officielle des agents de change. » Par ce texte, les coulissiers rentrent, en quelque sorte, dans la légalité, et acceptent de respecter l'article 76 du Code

(1) Ne voulant pas entrer dans les détails de l'organisation du marché libre, nous ne pouvons que renvoyer aux textes mêmes des statuts et des règlements, que l'on trouvera dans divers ouvrages ou traités, et notamment dans le « Traité des opérations de Bourse et de change », de A. Courtois, 14e édition, pp. 437 et 441.

de commerce, la jurisprudence des arrêts de 1885 et 1886, et les conditions qui leur ont été imposées par la loi du 13 avril 1898. Quant aux formalités à accomplir pour obtenir l'inscription à la cote en banque, elles sont énumérées par les articles 12 à 15, dont nous ferons plus loin une étude un peu plus approfondie. Disons simplement que c'est la Chambre syndicale qui a tout pouvoir pour accepter ou refuser l'admission d'une valeur à la cote, et elle n'a pas à motiver la décision qu'elle prend. Elle peut même radier de la cote une valeur déjà inscrite. Elle repousse toute responsabilité du fait de l'admission ou de la radiation. Enfin, signalons que l'article 14 prévoit la création, pour chaque titre admis à la cote en banque, d'un dossier spécial renfermant tous les documents intéressant cette valeur, et tenu au siège du syndicat.

Ainsi organisé, réglementé, surveillé, le marché libre donne l'impression de quelque chose de sérieux, susceptible de donner confiance aux capitalistes qui lui demanderont ses services. Elle conserve un domaine très nettement délimité, mais qui reste encore assez vaste, vu le nombre assez considérable de valeurs, pour lesquelles l'admission n'a pas été obtenue, ou même n'a pas été demandée. Si nous ajoutons à ces valeurs, déjà assez nombreuses, la rente française, que la coulisse a été autorisée à négocier depuis 1898, et un certain nombre de valeurs étrangères pour lesquelles les agents de change ont fait volontairement abandon de leur

monopole (1), nous verrons qu'il reste aux coulissiers un assez vaste champ d'activité. On comprend donc maintenant que la coulisse, organisée en un rouage stable et régulier, puisse occuper une assez large place dans notre marché financier.

Il ne serait peut-être pas sans intérêt de rappeler ici les dispositions nouvelles concernant les courtiers en marchandises, qui ont été édictées par les articles 8 à 11 de la loi du 27 février 1912. La liberté du courtage des marchandises ayant été proclamée depuis la loi du 18 juillet 1866, il en résultait, à côté d'avantages incontestables, des inconvénients assez sérieux, notamment des spéculations exagérées ou des fraudes dont souffraient les clients. La loi de 1912 réduisit ces pratiques au moyen de diverses prohibitions restrictives : elle impose notamment à ceux qui ne s'occupent pas professionnellement de l'achat ou de la vente de marchandises, l'obligation de ne traiter des marchés à terme que par l'entremise d'un courtier ou d'un commissionnaire. Les professionnels sont, en outre, forcés de tenir un répertoire sur lequel

---

(1) Cela résulte d'ententes entre marché officiel et marché libre. L'une de ces conventions, conclue en 1892, laissait dans le domaine de la coulisse « les différentes valeurs et rentes ottomanes et égyptiennes ; la rente extérieure d'Espagne 4 0/0 ; les rentes hongroise 4 0/0 et portugaise. » D'autres ententes ont été conclues depuis. Cf. R. Cartier : Régime des fonds d'Etats étrangers en France, 1905, p. 53.

seront mentionnées les affaires négociées, avec indication des noms des parties et des conditions du marché.

Ceci étant, on peut se demander si de telles dispositions concernant les Bourses de marchandises ne mériteraient pas d'être étendues aux Bourses de valeurs. Là aussi, des crises de spéculations ou des tromperies sont quelquefois à craindre de la part d'intermédiaires libres peu scrupuleux. Ne serait-il pas bon de prendre, vis-à-vis d'eux, des précautions analogues, et de leur imposer des obligations identiques? La loi de 1912 a été conçue dans un esprit très juste; elle mériterait d'être imitée et étendue.

Les luttes qui se sont livrées, en fait, au sujet de l'existence de la coulisse, devaient avoir leur répercussion dans la doctrine. On s'est demandé, en effet, si, réellement, le maintien de la coulisse dans les conditions qui lui sont actuellement imposées était un bien ou un mal. C'est la grosse question du monopole des agents de change; nous ne pouvons passer sous silence l'étude de ce grave problème, à cause de l'influence que sa solution exercerait sur la matière que nous étudions plus particulièrement.

Section II

FAUT-IL OU NON MAINTENIR LA COULISSE ?

La question du monopole des agents de change a passionné les économistes les plus éminents, ainsi que les hommes les plus connus du monde de la Bourse et de la Finance. Plusieurs opinions ont été émises sur ce sujet par des hommes également réputés, et ces opinions ont été admises par leurs disciples, mais parfois avec des modifications et des variations si nombreuses, qu'il est résulté, sur ce problème, une littérature très touffue où chacun peut puiser des arguments en faveur de ses préférences personnelles.

Nous exposerons rapidement, après les avoir groupées sous quelques types, les principaux systèmes émis ; nous essayerons ensuite de dégager la solution qui nous paraît la meilleure et la plus propre à concilier les intérêts en conflit.

Un certain nombre d'auteurs ont déclaré que leurs préférences allaient vers un marché sévèrement réglementé où les agents de change, seuls, auraient le droit d'intervenir, où toute concurrence par des intermédiaires libres serait rigoureusement bannie. C'est la suppression absolue de la coulisse, et le monopole des agents de change ac-

cepté dans toute sa rigueur (1). Cela ne veut pas dire, ainsi que l'a fait remarquer un de ces auteurs (2) que la seule forme d'aliénation des valeurs mobilières serait la négociation par ministère d'agent de change; l'aliénation libre entre les parties reste possible; mais du moment où on voudra réaliser en Bourse une opération sur valeurs mobilières, ce serait à un agent de change seul qu'il faudrait s'adresser.

Parcourons les principaux arguments par lesquels les partisans du monopole essaient de justifier eulr théorie.

Ils invoquent d'abord un argument historique, tiré des faits qui suivirent la suppression des offices d'agents de change par la loi du 17 mars 1791 (3). Il en résulta, disent-ils, un désordre effréné, une désorganisation considérable du marché. Et la preuve en est cherchée dans le rapport rédigé à

---

(1) En ce sens, quoique avec des variations de détail : Crépon : De la négociation des effets publics et autres. — Louis Lacombe : Revue politique et parlementaire, 1897, p. 525. — Mémoire adressé en 1893 à la Chambre des députés par la Chambre syndicale des agents de change. — E. Guilmard : De la vente directe de valeurs de Bourse sans intermédiaires, 1904, n° 109.

(2) E. Guilmard. *Op. cit.* n° 104.

(3) Ce texte est bien connu comme englobant des objets bien disparates : « A compter du 1er avril prochain, les offices de perruquiers barbiers, baigneurs-étuvistes, ceux des agents de change... et tous privilèges de profession... sont supprimés ».

l'occasion de la loi du 28 ventôse an IX, sur l'organisation des Bourses par Regnault de Saint-Jean-d'Angely. L'auteur du rapport décrivait, en termes vigoureux, l'état du marché financier pendant la période de libre concurrence. Voici quelques passages de ce texte pourtant bien connu. Il donnera, en même temps que des arguments en faveur du monopole, un exemple du flot de passion que peut soulever la question qui nous occupe : « Toutes les Bourses de commerce offrent le spectacle décourageant du mélange d'hommes instruits et probes avec une foule d'agents de change et de commerce qui n'ont pour vocation que le besoin, pour guide que l'avidité, pour instruction que la lecture des affiches, pour frein que la peur de la justice, pour ressources que la faillite et la banqueroute. Le crédit public et particulier est arrêté dans son essor, contrarié dans son développement,par la complicité scandaleuse et l'influence de cette masse d'agents de la Bourse, qui, à Paris, comme dans les départements, se rendent arbitres des cours en vendant et achetant ce qu'ils n'ont pas, peut-être ce que personne n'a, ce qu'ils savent ne pouvoir livrer, ce qu'ils savent bien sûrement ne pouvoir payer, qui s'interposent entre le véritable vendeur et le véritable acheteur, qui gênent, embarrassent, nuisent, étouffent les transactions de toute espèce. Tout est livré à l'homme intrigant, avide et sans moyens effectifs, qui risque tout pour gagner, et fait banqueroute s'il est surpris. »

A côté de cet argument historique, les partisans du monopole en fournissent un autre, évidemment supérieur : ils défendent le monopole par des considérations intéressant l'ordre public et même l'intérêt de l'Etat (1). Ils font remarquer combien il est utile et avantageux, pour le public, d'avoir des cours constatés d'une manière certaine et officielle. La présence d'un agent de change, fonctionnaire digne de confiance, lui apparaît comme une garantie incontestable, et la stabilité du marché qui en résultera ne peut avoir que des avantages pour le crédit de l'Etat. Ainsi que le dit M. Guilmard (2) : « On ne voit guère ce que le public aurait à gagner à l'extension du privilège des négociations en Bourse à une multitude d'intermédiaires. Il y perdrait certainement les garanties des cours, et en admettant qu'il retrouvât la même neutralité et la même impartialité, il n'aurait plus cette solidarité légale et de fait qui existe entre les agents de change. Quant à l'Etat, qui a la garde des intérêts supérieurs du crédit de la nation, il y perdrait le droit de contrôle qu'il est à même actuellement d'exercer. »

Le troisième grand argument du groupe d'auteurs dont nous exposons l'opinion, c'est que la liberté du commerce des valeurs de Bourse aurait

---

(1) En ce sens : J. Haristoy. Le marché financier français. E. Guilmard : *Op. cit.*

(2) Guilmard. *Op. cit.*, p. 320.

pour effet d'engendrer fatalement une situation anarchique, car un marché accessible à tous verrait nécessairement s'introduire des hommes peu honorables, poussés par l'appât de la spéculation et du jeu ; c'est, en somme, repris sous une autre forme, l'argument de Regnault de Saint-Jean-d'Angely, cité plus haut ; seulement, cet état anarchique du marché est présenté ici comme une nécessité inéluctable, et une conséquence inévitable et forcée de l'institution d'un marché libre.

Les partisans du marché libre répondent à tous ces arguments, d'une façon plus ou moins victorieuse. Dans ce groupe se trouvent des hommes éminents, comme P. Leroy-Beaulieu, Neymarck, Cauwès, Courtois, Em. Vidal, les sénateurs Boulanger et Trarieux (1). Au cours du XIX[e] siècle, des hommes très compétents en matière de finance ont toujours préconisé le maintien de la coulisse ; le ministre anglais Gladstone réclamait publiquement devant la Chambre des communes la liberté des transactions au Stock Exchange ; plusieurs de nos ministres des finances, comme MM. Mollien, de Vil-

---

(1) Cauwès : Economie politique, I. n° 643. — François : Le monopole des agents de change, *Revue d'économie politique*, 1893, p. 327. — Neymarck : Finances contemporaines, tome III. Paris, Guillaumin, 1905. — Courtois : Opérations de Bourse et de change, p. 276. — P. Leroy-Beaulieu : L'*Economiste Français*, numéros des 23 et 30 janvier 1897. — Voir aussi la discussion du budget de 1898, séance du 8 mars 1898, et l'intervention de M. Viviani au sujet de la discussion de l'amendement Fleury-Ravarin

lèle, le baron Louis, conseillaient, eux aussi, la liberté du marché (1).

La réfutation des arguments en faveur du monopole et les arguments en faveur du marché libre sont remarquablement exposés dans un discours que M. Emmanuel Vidal prononça au congrès international des valeurs mobilières, tenu à Paris en 1900 (2). Nous en résumerons rapidement les principales idées.

Répondant, d'abord, à l'argument historique, M. Vidal déclare qu'on peut se demander si c'est bien l'institution d'un marché libre, qui a causé le débordement d'agiotage de l'an IX, et si ce ne serait pas plutôt l'état politique et économique de la France de cette époque. Il nous semble bien, en effet, que notre pays traversait, à ce moment, une période bien pénible; agitée et tiraillée par des intérêts en conflits, éprise de liberté et déjà menacée par un autoritarisme insupportable et qui tendait à la tyrannie, la France ne pouvait évidemment pas offrir le spectacle d'un marché financier bien stable et bien sûr; mais le marché libre pouvait très bien n'être pour rien dans une telle situation. Au reste, comme le dit M. Vidal:

---

(1) On cite de M. Stadion, ministre autrichien, à qui on réclamait la suppression de la coulisse, la réponse suivante: « Je m'en garderai bien ; elle est au mécanisme des fonds publics, ce qu'une roue de transmission est à une machine motrice. »

(2, Séance du 6 juin 1900.

« Quand, sous le poids de fautes politiques, les titres de crédit d'un pays baissent, l'Etat a un choix à faire : ou reconnaître que c'est lui l'auteur du mal, ou en accuser les spéculateurs ; il n'hésite jamais ; il accuse les spéculateurs ! »

M. Vidal répond ensuite à l'argument des bienfaits d'une organisation monopolisée, en faisant remarquer qu'il n'est pas démontré que la sécurité et la sincérité ne puissent être obtenues qu'au préjudice de la liberté. « Dans les organisations libres, dit-il, on trouve des honnêtes gens qui ont assez d'autorité pour imposer dans leurs groupements professionnels des règles saines. » Et quand on invoque devant lui l'argument de solvabilité et de solidarité des agents de change, M. Vidal s'écrie : « Il ne manquerait plus qu'ils fussent insolvables ! Il ne manquerait plus qu'ils n'établissent pas une solidarité pour maintenir leur privilège ! »

Répondant enfin au troisième argument, que la liberté engendrerait l'anarchie, M. Vidal précise ce qu'il entend par marché libre : « Il faut, dit-il, un marché accessible à tous, mais où chacun aurait le crédit qu'il mériterait, d'où les individus condamnés pour délit professionnel seraient chassés ; ceci ne cesserait pas d'être un marché libre, seulement un tel marché ne risquerait pas de tomber dans l'anarchie. »

A ces réfutations précises, à ces remarques judicieuses, M. Neymarck, qui partage à peu près les idées de M. Vidal, ajoute l'argument suivant, qui

ne manque pas de justesse : « La fortune mobilière a pris un développement inouï. Au commencement du siècle, six ou sept valeurs étaient inscrites à la cote, et représentaient 200 ou 300 millions ; aujourd'hui, c'est par milliards que se chiffrent et le capital des valeurs mobilières, et les transactions qui s'effectuent à la Bourse... Il y a toujours soixante agents de change pour faire face aux besoins financiers, comme sous Louis XVI, Napoléon Ier ou Louis XVIII. Et sans remonter si haut dans le passé, est-ce que, depuis 1870 seulement, les transactions à la Bourse, le nombre des valeurs cotées n'ont pas prodigieusement augmenté ? Depuis 1870, l'Etat a émis pour douze milliards de rentes françaises ; il a été créé seize milliards d'actions et d'obligations diverses, sans compter les valeurs étrangères. Quand on compare la minuscule cote de 1880 à celle actuelle, on voit immédiatement l'accroissement des titres négociables ; et cependant, pour traiter toutes ces affaires, le nombre des agents de change est resté le même ! »

On voit l'idée, évidemment juste, qui est renfermée dans cet argument. M. Neymarck ajoute que le monopole des agents de change ne rapporte à peu près rien à l'Etat (ce qui serait au moins une justification) et qu'il n'a pour le public aucun avantage sérieux. Ce qui le prouve, dit-il, c'est l'extension du marché libre, qui s'est développé, parce que le marché officiel n'a pas donné ce qu'on attendait de lui.

A ce point de la discussion, on en arrive à se demander de quel côté est la vérité. En présence de deux courants d'idées aussi divergents, dans quel sens nous rangerons-nous? Nous estimons qu'une solution transactionnelle mérite d'être adoptée ici; au reste, les solutions transactionnelles ont souvent des avantages considérables, comme écartant les solutions extrêmes et cueillant, dans chaque opinion, ce qu'il ya de meilleur. M. Neymarck, malgré ses critiques contre le monopole, et M. Leroy-Beaulieu paraissent, d'ailleurs, s'orienter en ce sens (1). Avec eux, nous estimons qu'il ne faut pas supprimer la Compagnie des agents de change, dont les membres ont des fonctions trop importantes, surtout en matière de proclamation des cours, et inspirent, généralement, plus de confiance qu'un intermédiaire quelconque. Mais nous ne croyons pas, non plus, qu'il faille supprimer la coulisse; sans doute on peut lui reconnaître quelques inconvénients, notamment l'incertitude de ses cours, sa clientèle un peu dangereuse de spéculateurs de profession; mais elle a aussi des avantages incontestables; elle négocie des valeurs excellentes qui font ainsi leurs preuves avant d'être admises sur le marché officiel; c'est un organe très souple, susceptible de rendre de réels services. A tous ces titres, elle mérite d'être conservée.

---

(1) Leroy-Beaulieu : *Economiste Français*, 23 et 30 janvier 1897. — Neymarck : Finances contemporaines, tome III, p 535 et 740.

Coulissiers et agents de change doivent donc être maintenus pour une plus grande extension possible de notre marché financier. C'est la conclusion de M. Neymarck: « Agents de change et coulissiers sont une force indispensable à un grand marché comme le nôtre », et l'éminent économiste déclare qu'à côté de l'institution des agents de change, « l'institution du marché libre est une force qu'il faut s'appliquer à améliorer, à développer et non à détruire ».

DEUXIÈME PARTIE

COMMENT S'OPÈRE L'ADMISSION A LA COTE

Nous venons d'exposer, dans la première partie, des notions générales historiques. Nous avons montré, notamment, ce qu'est la cote officielle de la Bourse, comment elle s'est créée et développée; nous avons vu son utilité et démontré sa nécessité; nous avons examiné quand et comment les différentes catégories de valeurs y avaient eu successivement accès.

Pénétrant maintenant dans notre législation actuelle, il nous importe d'étudier comment s'opère pratiquement cette admission, car les quelques notions qui ont été données plus haut sur ce point méritent d'être considérablement développées.

Après avoir étudié l'autorité chargée de procéder à l'admission, nous entrerons dans les détails de la procédure d'admission même, qui varie, nous le verrons, suivant les catégories de valeurs envisagées. Un coup d'œil jeté sur le marché en banque, ainsi que sur les principales Bourses du monde, complètera cette étude en quelque sorte objective, qui porte surtout sur des formalités précises, dont nous nous efforcerons de faire saisir le but, l'utilité et la portée pratique.

CHAPITRE PREMIER

DE L'AUTORITÉ CHARGÉE DE PROCÉDER A L'ADMISSION

Cette autorité, nous croyons l'avoir déjà nommée : c'est la Chambre syndicale des agents de change. Nous allons en présenter, ici, une étude sommaire ; mais pas avant d'avoir mentionné qu'une autre autorité collabore avec celle-ci, dont l'intervention se manifeste pour certaines catégories de valeurs : nous voulons parler de l'autorité gouvernementale, terme quelque peu vague, dont nous nous réservons de préciser le sens.

Section Première

LA CHAMBRE SYNDICALE DES AGENTS DE CHANGE (1)

On a défini les agents de change de la façon suivante : « Ce sont des officiers ministériels ayant pour fonction principale de faire, pour le compte de

(1) Gustave Boissière : La Compagnie des agents de change et le marché officiel à la Bourse de Paris. Thèse, Paris, 1908.

leurs clients, les négociations des effets publics et autres qui se vendent dans les Bourses. » (1)

C'est une profession monopolisée, et sévèrement réglementée par de nombreux textes, notamment les articles 74 et suivants du Code de commerce, le décret du 1er octobre 1862, le décret du 7 octobre 1890, les décrets du 29 juin 1898, etc... En outre, l'ensemble des agents de change formant une Compagnie, celle-ci a élaboré des règlements et des statuts dont nous avons eu déjà l'occasion de signaler quelques dispositions.

L'organisation d'une corporation d'agents de change remonte fort haut, et les premiers textes réglementant cette profession sont très anciens.

On signale, comme la réglementation légale la plus ancienne, une ordonnance de Philippe le Bel, de février 1304 : « ... Le change de Paris sera sur le Grand Pont (2), du côté de la grève, entre la grande arche et l'église Saint-Leufroy... » En juin 1572, le roi Charles IX, considérant les abus et malversations qui se sont commis du fait que la profession de courtier de change est exercée par des personnes n'offrant pas toujours toutes les garanties désirables, établit « en tiltre d'office tous courretiers qui exercent à présent fait de courtage

(1) Lyon-Caen et Renault : Manuel de droit commercial, § 807.

(2) C'est celui qu'on nomme actuellement le Pont au Change.

tant de change et de deniers... etc... » (1). La réglementation s'affirme peu après, par un arrêt du Conseil, du 15 avril 1595, limitant le nombre de ces offices, et confirmant le monopole : « ... pour retrancher la confusion qui, autrement, pourrait advenir, Sa Majesté a fait défenses à toutes personnes, de quelque estat et condition qu'ils soient, de ne faire ny exercer ledit estat de courtier de change, banque, et vente en gros des marchandises estrangères, en aucunes villes et lieux de ce royaume où lesdits change, banque, vente ont accoutumé d'estre faites... Sa Majesté veut et ordonne qu'en sa bonne ville de Paris, il y aura le nombre de huict courtiers desdits change, banque et vente en gros des marchandises estrangères... » (2).

Dès 1598, un arrêt du 17 mai fait intervenir la notion de fiscalité en imposant une taxe aux détenteurs des offices : « ... Défense à toutes personnes d'exercer ni entremettre audit estat de courtier de change..., qu'au préalable, ils n'ayent chacun particulièrement pris lettres de provision de Sa Majesté et payé la finance à laquelle ils seront modérément taxés...» (3)

---

(1) Manuel des agents de change, p 8.

(2) Manuel des agents de change, p. 8 et 9. Le même texte prévoyait le nombre de courtiers pour chacune des principales places du royaume, savoir : 12 à Lyon, 4 à Rouen et Marseille, 3 à Toulouse, 2 à Tours, La Rochelle et Bordeaux, 1 à Amiens, Dieppe et Calais.

(3) Manuel des agents de change, p. 10.

A partir de ce moment, le nombre des courtiers de change varie souvent, et lorsqu'il augmente, c'est généralement dans l'intérêt des finances publiques qui bénéficient, ainsi, du prix des nouveaux offices plutôt que pour les nécessités du marché.

Un arrêt du Conseil, de décembre 1638 (1), créait dix nouveaux offices,en plus des vingt qui existaient à ce moment, et les érige en un corps héréditaire, appelé « le corps de trente courtiers héréditaires de change et de banque de notre ville de Paris ». Ce même arrêt déclarait que les membres de cette corporation devaient élire, par-devant des juges-consuls, « deux courtiers de leur dicte compagnie pour estre leurs syndics, procureurs et receveurs... » Cette disposition paraît devoir être considérée, à juste titre, comme l'origine historique de ce que nous appelons aujourd'hui la Chambre syndicale, bien qu'on relève quelques dissidences sur ce point. Ajoutons que, peu de temps après, un arrêt du 2 avril 1639 changeait le nom du corps des courtiers héréditaires créé en 1638 : « ...veut Sa Majesté que le titre desdits offices... soit changé en autre, et au lieu de celuy de courtiers, qu'ils soient dits et doresnavant nommés agens de banque et de change... » (2).

L'hérédité devait disparaître en vertu d'un arrêt du Conseil du 30 août 1720 (3) : «... Aux lieu et place

---

(1) Manuel des agents de change, p. 11.
(2) *Id.*. p. 15.
(3) *Id* , p 52.

desdits soixante anciens officiers, il sera establi soixante conseillers du Roi, agens de change, en vertu des commissions du grand sceau, pour exercer les mêmes fonctions et jouir des mêmes droits, privilèges et exemptions... » L'hérédité est donc supprimée puisque les nouveaux offices sont pourvus, par simple commission du Gouvernement, avec révocation évidemment possible.

Pendant tout le cours du XVIII[e] siècle, la profession d'agent de change subit les tribulations les plus variées ; de nombreux textes, s'abrogeant ou se modifiant mutuellement, rendent tour à tour les offices révocables, héréditaires, viagers, jusqu'à rétablir l'hérédité en 1786. Le nombre de ces offices est aussi, maintes fois, remanié. Au cours de cette période d'instabilité législative, nous devons relever un texte, en date du 5 septembre 1784, dont l'article 10 est ainsi conçu : « Il sera nommé, tous les ans, par le lieutenant général de police, un comité de six agents de change pour aider de leurs conseils les syndic et adjoint, lorsqu'ils en auront besoin. » (1). Certains auteurs (2) prétendent voir dans ce texte l'origine de notre Chambre syndicale actuelle ; mais il nous semble qu'il faut remonter plus haut, jusqu'à l'arrêt du Conseil de décembre 1638, que nous avons cité, prévoyant la nomi-

---

(1) Manuel des agents de change, p. 81.
(2) G. Boissière : La Compagnie des agents de change, p. 52.

nation d'un syndic et d'un adjoint. C'est dans cette disposition que nous trouvons notre Chambre syndicale, au moins à l'état embryonnaire, puisque sept fonctionnaires ainsi nommés remplissaient les fonctions conférés aujourd'hui à cette Chambre. L'arrêt de 1784, place à côté d'eux un comité d'agents de change, mais ce n'est là qu'une extension d'une institution déjà créée; l'arrêt de 1784 développe la Chambre syndicale, mais il ne la crée pas.

La période révolutionnaire supprima toutes ces mesures réglementatrices. La loi du 17 mars 1791, pénétrée des principes égalitaires, prononça, dans son article 2, la suppression des offices d'agents de change, en même temps qu'elle déclarait, dans son article 10 : « Il sera libre à toute personne de faire tel négoce ou d'exercer telle profession, art ou métier, qu'elle trouvera bon; mais elle sera tenue de se pourvoir auparavant d'une patente, d'en acquitter le prix... et de se conformer aux règlements de police qui sont ou pourront être faits... » (1). Il résultait de ces textes la liberté absolue, pour tous, d'exercer toute profession, et notamment, la profession d'agent de change, à charge de payer patente et de respecter les règlements.

A la faveur des ces principes libéraux, s'introduisit, dans le domaine financier, une certaine anarchie, et notre marché, aux dires des contempo-

(1) Manuel des agents de change, p. 114.

rains (1), présenta des symptômes de trouble et d'insécurité. Une modification de la situation paraissant nécessaire, elle fut entreprise par la loi du 28 ventôse an IX, très intéressante, non seulement par son texte même, mais encore par l'exposé des motifs qui la précède (2). Nous y lisons l'utilité et la nécessité d'intermédiaires facilitant et consommant les négociations entre acheteurs et vendeurs, intermédiaires que l'Etat doit lui-même désigner à la confiance publique et qui doivent déposer un cautionnement en vue de garantir leurs erreurs. La loi, en présence de telles considérations, reconstituait les Bourses de commerce en plaçant à côté d'elles un corps d'agents de change nommés par le Gouvernement et jouissant d'un monopole garanti par des sanctions pénales. Un arrêté gouvernemental, en date du 29 germinal an IX, développait et précisait dans tous leurs détails les principes posés par la loi de pluviôse. Il organisait, notamment, le mode de nomination et de réception des agents de change, réglementait le cautionnement qui leur était imposé, ainsi que les droits de commission et de courtage qu'ils étaient autorisés à percevoir, édictait des

---

(1) Regnault de Saint-Jean-d'Angely. Rapport au sujet de la loi du 28 ventôse an IX, précité. Les tribuns Alexandre, Fabre et Thibault confirmèrent cette manière de voir, dans leurs discours au Tribunat, pendant la discussion de cette loi.

(2) Manuel des agents de change, p. 205.

dispositions de police devant s'exercer à la Bourse sur les agents de change et courtiers (1). Son article 15 prévoyait l'élection, par les agents de change eux-mêmes, d'un syndic et de six adjoints munis de certains pouvoirs concernant principalement la police intérieure.

Un décret du 1er thermidor an X, confirmé par un arrêté du 27 prairial de la même année (2), précisait les droits, fonctions et prérogatives des agents de change, et leur donnait, notamment, la mission de surveiller les négociations des effets publics et d'en arrêter les cours. Le Code de commerce, dans ses articles 74 et suivants, devait reprendre ces principes, et formuler, dans son article 76, le monopole absolu des agents de change pour toutes les valeurs cotées ou susceptibles de l'être (3).

Les bases de notre législation actuelle étaient, dès ce moment-là, définitivement posées. Toutes les mesures qui ont suivi n'apportent souvent que des modifications de détail.

Nous mentionnerons, d'abord, la loi de finances

---

(1) Manuel des agents de change, p. 210.

(2) *Id.*, p. 217 et 226.

(3) Pour une étude détaillée de l'institution des agents de change et de l'historique de cette institution, consulter la communication à l'Académie des sciences morales et politiques par de Lanzac de Laborie, sur « l'organisation des agents de change de Paris, pendant la période napoléonienne. Séance du 5 février 1910. Année 1910, p. 408.

du 28 avril 1816, qui ramenait à soixante le nombre des agents de change, porté à cent par le décret du 5 prairial an XIII. Cette loi apportait une innovation très importante, relativement à la possession de la charge par son titulaire ; elle conférait, en effet, aux agents de change, le droit de présenter au Gouvernement un successeur, pourvu que celui-ci remplisse les qualités nécessaires ; la vénalité et la propriété des offices apparaissaient dans notre législation ; c'est le système de 1816, sur ce point, qui est encore en vigueur à l'heure actuelle. Les dispositions concernant la propriété et la transmission des offices constituent, à notre point de vue, la partie la plus intéressante de la loi de 1816 ; néanmoins, nous pouvons ajouter que cette même loi fixait à 125.000 francs le cautionnement imposé aux agents de change ; un décret de 1er octobre 1862 devait élever ce cautionnement à 250.000 francs (1).

Entre temps, une ordonnance royale du 29 mai 1816 (2) donnait à l'ancien syndicat le nom, encore en usage aujourd'hui, de Chambre syndicale des agents de change, en même temps qu'elle en préci-

---

(1) Manuel des agents de change, p. 468. C'est le cautionnement pour les agents de change de Paris. A Lyon, le cautionnement est de 40.000 francs ; à Marseille et à Bordeaux, de 30.000 ; à Toulouse et à Lille, de 12.000 : à Nantes, aux termes du décret du 30 janvier 1869, de 10.000.

(2) Manuel des agents de change, p. 287.

sait les attributions. Elle plaçait, en outre, dans les attributions du ministre des finances, la surveillance et l'organisation de la Compagnie des agents de change.

La disposition la plus récente relative à notre marché officiel, c'est le décret du 7 octobre 1890, qui reprend, en la complétant et en la modifiant sur certains points, toute la législation antérieure. C'est ce texte qui est encore en vigueur ; c'est à lui que nous nous reporterons dans l'étude de la législation actuelle que nous allons entreprendre. Disons seulement qu'il a reçu quelques modifications en 1898 et que le nombre des agents de change, autrefois de soixante, est maintenant fixé à soixante-dix.

*
* *

L'exposé historique que nous venons de faire et qui fait suite, en quelque sorte, aux notions renfermées dans notre première partie, nous a paru nécessaire, pour montrer comment s'est développée, au cours des siècles, cette autorité qui préside aux destinées de notre marché financier, et dont une délégation, la Chambre syndicale, exerce un rôle prépondérant dans la matière de l'admission à la cote. Nous allons étudier, maintenant, la législation actuelle qui régit la Compagnie des agents de change, et principalement la Chambre syndicale, puisque c'est cette dernière qui nous

intéresse surtout dans le sujet que nous nous sommes proposé d'examiner.

Le décret du 7 octobre 1890, qui est le terme actuel de l'évolution historique que nous avons exposée, nous servira tout particulièrement ici, et c'est à ses dispositions que nous ferons souvent appel.

La Chambre syndicale est l'organe directeur de la Compagnie des agents de change. Elle est composée d'agents de change élus par leurs confrères, suivant des principes que nous aurons à déterminer ; il en résulte, bien évidemment, que pour être membre de la Chambre syndicale, il n'y a pas d'autres conditions à remplir que celles qui sont imposées pour être agent de change même, et qui peuvent se ramener à quatre : 1° être Français ; 2° avoir vingt-cinq ans accomplis ; 3° jouir de ses droits civils et politiques et avoir satisfait aux obligations militaires ; 4° avoir travaillé, pendant quatre ans au moins, chez un agent de change ou un notaire, ou dans une maison de banque ou de commerce.

La Chambre syndicale est composée d'un syndic et d'un certain nombre d'adjoints, variable suivant le nombre d'agents de change (1). A Paris, il y en a huit. Le syndic est élu au scrutin unino-

(1) C'est que le décret de 1890 est applicable non seulement à Paris, mais à toutes les Bourses de province pourvues d'un parquet, mais qui ont chacune un nombre d'agents de change variable.

minal; les adjoints, au scrutin de liste. Le vote est secret; le procès-verbal de l'élection doit être adressé à certaines autorités. (Décret de 1890, article 17.)

La Chambre, ainsi constituée, tient ses délibérations sous la présidence du syndic, qui, en cas de partage, à voix prépondérante (*id.*, art. 19). La Chambre ne peut valablement délibérer que si la majorité des membres est présente, mais elle a le droit de se compléter en appelant les membres les plus anciens dans l'ordre du tableau (*id.*, art. 18). C'est le syndic qui est chargé de l'exécution des délibérations (*id.*, art. 27); dans tous les cas d'empêchement ou d'absence, le syndic est remplacé, dans ses diverses attributions, par un adjoint pris dans l'ordre des nominations de la dernière élection (*id.*, art. 28).

La Chambre syndicale étant ainsi organisée, recherchons quelles sont ses principales attributions.

On peut les grouper sous plusieurs rubriques:

1° La Chambre syndicale exerce d'abord des attributions d'ordre disciplinaire. Elle a le droit de prononcer contre les membres de la Compagnie diverses peines qui sont: le blâme, la censure, l'interdiction de l'entrée de la Bourse pendant un mois au plus; elle peut aussi provoquer leur suspension, qui sera prononcée par le ministre des finances, ou leur destitution, qui sera prononcée par décret (*id.*, art. 23). La jurisprudence a hésité

longtemps à accorder aux Chambres syndicales ce pouvoir disciplinaire sur les membres de leurs parquets respectifs, sous prétexte que ce pouvoir ne leur était reconnu que par des règlements intérieurs non approuvés par le Gouvernement (1). Mais actuellement cette remarque n'est plus vraie, chaque Bourse à parquet ayant fait approuver ses règlements par l'autorité compétente.

A côté de ces pouvoirs strictement disciplinaires, nous pouvons signaler le droit, pour la Chambre syndicale, de prévenir ou concilier tous les différends que les agents de change peuvent avoir, soit entre eux, soit avec des tiers, et d'émettre son avis, s'il y a lieu, en cas de non-conciliation. Elle représente collectivement tous les agents de change pour la défense de leurs droits et privilèges. (Décret de 1890, article 21.)

2° Elle exerce aussi un pouvoir de surveillance sur les membres de la Compagnie, en ce sens qu'elle peut mander devant elle tout agent de change, pour exiger de lui la production de son carnet et de ses livres, et pour lui prescrire toutes les mesures qu'elle jugera nécessaires (*id.*, art. 22).

3° On lui reconnaît, en troisième lieu, des attributions d'administration intérieure, dont la principale est de surveiller et de gérer la caisse commune prévue en l'article 26. Cette caisse a été créée en vue d'affermir la confiance du public,

---

(1) Cass., 12 janvier 1886. D. 86.-I.-124.

puisqu'elle permet, par une sorte de caution solidaire de tous les membres de la Chambre, de remédier à l'insolvabilité possible d'un agent de change dont les affaires seraient mauvaises. Pour tous les détails concernant cette caisse commune, nous renvoyons au règlement particulier de la Compagnie des agents de change de Paris, articles 1 à 16.

4° La Chambre syndicale exerce enfin des attributions d'ordre extérieur, c'est-à-dire intéressant ses rapports avec le public; tout d'abord, c'est elle qui intervient dans la rédaction du *Bulletin de la Cote,* et qui collabore, par conséquent, à la constatation officielle des cours; nous avons déjà signalé ce point dans le chapitre II de la première partie. Signalons ensuite l'intervention de la Chambre syndicale dans le règlement des opérations à terme; comme il n'entre pas dans notre dessein de faire l'étude des opérations de Bourse, nous dirons simplement que la Chambre syndicale contribue à la conclusion des opérations à terme, en fixant, au moment de chaque liquidation, ce qu'on appelle le cours de compensation. Qu'entend-on par là? Comme il peut arriver qu'un même donneur d'ordres ait engagé des opérations chez plusieurs agents de change ou chez le même agent de change, tantôt comme acheteur, tantôt comme vendeur, on comprend très bien que de telles opérations puissent se compenser, si les parties y consentent; selon les cas, les titres ou le prix de ces titres pourront passer d'un agent de change à l'au-

tre ; mais quand il s'agit de compensation du prix, on l'opère d'après un cours uniforme, appelé cours de compensation ; c'est à la Chambre syndicale, par l'intermédiaire du syndic ou d'un agent de service, qu'incombe la charge de fixer ce cours.

Signalons enfin une autre de ces attributions extérieures de la Chambre syndicale ; c'est celle de délibérer sur l'admission des différentes valeurs à la cote officielle, sur leur refus d'admission, ou sur leur radiation. C'est là le point qui nous intéresse plus particulièrement, étant donné le titre même de cet ouvrage ; c'est sur ce point que nous aurons à fournir de plus amples détails.

Quoi qu'il en soit, il nous a semblé utile, avant même de connaître les formes et le processus d'admission, de présenter, au moyen de quelques dispositions légales, une étude au moins sommaire du rouage même qui sert à cette fin. Mais, avant d'étudier comment cet organisme, ainsi constitué, procède à l'admission des valeurs à la cote, il nous faut dire quelques mots de l'intervention, à ce point de vue, d'une autorité nouvelle : le Gouvernement.

Section II

INTERVENTION DU GOUVERNEMENT DANS L'ADMISSION A LA COTE

Nous ne voulons pas, dès maintenant, étudier de quelle manière, et à la suite de quelles formalités, se manifeste cette intervention gouvernementale.

La place de cette étude n'est pas ici, car l'action gouvernementale s'exerce postérieurement à l'action de la Chambre syndicale; or, nous ne connaissons pas encore cette dernière. Les formes mêmes de cette intervention seront donc étudiées dans les chapitres suivants. Ici, dans un chapitre où nous envisageons, en quelque sorte objectivement, les divers organismes qui concourent à l'admission d'une valeur à la cote, nous ne voulons étudier que deux points; d'abord, préciser ce que nous entendons par ce mot vague de « Gouvernement »; ensuite, justifier, d'une façon pour ainsi dire rationnelle, cette intervention gouvernementale.

Et d'abord, qu'entendons-nous par « Gouvernement »?

Par ce mot, la pratique courante désigne l'ensemble des ministres responsables devant le pouvoir législatif. Mais, dans le domaine qui nous intéresse, le pouvoir d'intervention est confié, par une sorte de délégation tacite, au ministre des finances. Etant spécialisé dans les matières financières, il est bien évident que c'est lui, plutôt que tout autre, qui doit bénéficier de cette prérogative.

Néanmoins, il n'intervient pas absolument seul. Nous pouvons dire, dès maintenant, sauf à le préciser plus tard, que le ministre des finances n'intervient relativement à l'admission à la cote, que pour les valeurs étrangères, fonds d'Etats ou titres de compagnies et sociétés privées. Or, on comprend qu'en cette matière, des intérêts diplomati-

ques et internationaux puissent entrer en jeu. C'est pour cela que la pratique de la Bourse, confirmée par des circulaires et lettres ministérielles que nous avons eu l'occasion de citer, prescrit au ministre des finances de prendre l'avis de son collègue des affaires étrangères. Et, en fait, ce sont ces deux ministres qui sont visés par ce mot de « Gouvernement » dont nous voulions préciser le sens.

Remarquons, à titre rétrospectif, que dans le décret de 1858, relatif aux valeurs étrangères autres que les fonds d'Etats, décret qui a été remplacé par celui de 1880, on exigeait l'autorisation préalable, non seulement du ministre des finances, mais encore des ministres de l'agriculture, du commerce et des travaux publics. Le décret de 1880 n'a pas reproduit cette disposition et ne fait allusion, dans son article 5, qu'au seul ministre des finances; quant au ministre des affaires étrangères, son intervention, reconnue par la lettre ministérielle du 12 août 1873, ainsi que par des textes antérieurs, a été confirmée implicitement par la circulaire ministérielle du 12 février 1880, encore en vigueur, puisque celle-ci renvoie, sur la question qui nous occupe, à la procédure « pratiquée depuis plusieurs années ».

Ayant ainsi précisé quelle est cette autorité, désignée sous le terme vague de Gouvernement, qui intervient dans l'admission à la cote, nous verrons plus loin les formes et les effets de l'intervention

d'une telle autorité, et en quoi elle complète les pouvoirs de la Chambre syndicale.

*
* *

Cherchons maintenant s'il est bon et juste de faire intervenir l'autorité gouvernementale dans cette matière.

Cette intervention a connu des détracteurs (1). On l'a même critiquée en des termes un peu vifs, et en se plaçant à un point de vue un peu... extrême; nous voulons parler d'un article, signé Lysis, écrit dans la *Revue* (2), dont l'auteur semble enclin à une misanthropie exagérée, et, sous l'empire de cette tendance maladive à ne voir dans une institution que ce qu'elle peut avoir de mauvais, critique d'une façon acerbe (pour ne pas dire plus!) l'intervention du ministre. Nous voulons, à titre d'exemple, donner quelques citations de cet article: « Une chose certaine, c'est que l'intervention parlementaire ne s'étant pas encore produite en matière d'emprunt étranger, le ministre a toute liberté pour interpréter comme il lui plaît les rapports de l'Etat moderne avec la finance. Pour peu qu'on songe avec insistance à cet aspect du problème, on est frappé de l'énorme responsabilité qui incombe au ministre des finances, par suite de ce

(1) Cauwès : Société d'Economie politique nationale, 13 juin 1900.

(2) Numéro du 1er novembre 1906.

manque de contrôle. Somme toute, ce ministre a le pouvoir de faire réussir, ou de faire échouer, suivant qu'il en décide, des opérations se chiffrant par des centaines des millions, ou plusieurs milliards, opérations qui rapportent de très gros bénéfices à des banques. Etant donnée la tendance professionnelle du monde financier à voir partout des affaires, on conçoit que cette omnipotence du ministre ait accrédité l'opinion que, dans les pays qui contractent les emprunts comme dans les pays qui les concluent, les ministres des finances participent souvent, sous une forme déguisée, aux bénéfices de ces opérations. Que de pareilles pratiques puissent exister à l'étranger, c'est chose possible, que nous ne pouvons pas plus mettre en doute qu'affirmer, tandis qu'il nous paraît évident comme la lumière du jour que, dans le passé, nos ministres des finances ont toujours été d'honnêtes gens. Toutefois, si le passé et le présent sont sûrs en pareille matière, l'avenir ne peut être évidemment préjugé. Pour la réputation et pour la tranquillité de nos ministres des finances, il est donc à désirer très vivement qu'on les décharge du soin d'ouvrir ou de fermer les écluses par lesquelles passent, chaque année, de un à deux milliards d'or français, d'après l'inspiration de leur conscience... ou de leurs propres intérêts. »

In cauda venenum diraient les latinistes! et il est certain que ces critiques, pour être présentées sur un ton de parfaite correction, n'en sont pas

moins des insinuations d'une dureté exagérée, auxquelles nous ne voulons, à aucun prix, nous associer. D'ailleurs, nous estimons qu'il n'y a pas lieu d'apprécier, à propos de l'institution que nous étudions, la conduite éventuelle qu'a pu tenir dans le passé, ou que pourra tenir dans l'avenir, un ministre des finances quelconque. Ce que nous voulons et devons faire, c'est chercher à apprécier l'institution en elle-même, indépendamment de la personnalité de ceux qui sont chargés d'en assurer le fonctionnement. Or, à ce point de vue, il nous semble que l'intervention ministérielle se justifie par de puissantes considérations. Il ne faut pas, en effet, que le point de vue purement financier fasse oublier le point de vue de l'intérêt national; il ne faut pas que l'appât d'une opération devant rapporter de gros bénéfices puisse primer les intérêts généraux du pays. Nous avons déjà signalé les dangers qui menaçaient notre épargne, ainsi que la nécessité d'en assurer la protection; mais nous croyons avoir signalé que cette protection doit s'exercer non seulement dans l'intérêt particulier du capitaliste, mais aussi dans l'intérêt général de notre pays, qui doit, pour beaucoup, sa puissance à la solidité de son marché financier.

Or, il peut arriver que les agents de change, sans vouloir sciemment sacrifier les intérêts d'ordre général et politique, ne s'attachent qu'au point de vue de la protection particulière de l'épargnant, notamment en éliminant du marché ces valeurs

« à catastrophe » dont les cours, soutenus artificiellement, ne montent plus haut que pour effectuer ensuite une chute plus retentissante. Pour ce but spécial de protection, les agents de change suffiraient seuls à remplir la tâche.

Mais il peut également se présenter sur notre marché des valeurs excellentes, sur lesquelles un capitaliste sérieux peut fonder les plus grandes espérances, par exemple une rente sur un Etat étranger à crédit solide, des actions d'une société étrangère de toute sécurité. En se plaçant au point de vue purement individuel, la Chambre syndicale n'hésitera probablement pas à admettre de tels fonds à sa cote. Mais supposons que le fonds d'Etat en question soit émis par un Etat avec lequel les relations diplomatiques sont tendues ; ou que la compagnie étrangère dont il s'agit ait l'intention, avec les capitaux français qu'elle aura drainés, de faire concurrence à notre industrie française ; ou encore, admettons que le Gouvernement français ait l'intention de lancer lui-même et pour son compte une émission, au moment où des titres étrangers viendront de prendre possession du marché, de par l'autorité de la Chambre syndicale.

Dès lors, qui ne prévoit le danger que peuvent courir, dans ces hypothèses diverses, soit notre épargne, qui ira fortifier un pays ennemi, soit notre industrie concurrencée par des industriels étrangers que nos capitaux entetiennent ? Qui ne

prévoit l'échec possible d'un emprunt français, lancé au moment où notre marché sera inondé de rentes émises par un Etat étranger qui promettra peut-être des avantages plus grands, sauf à ne pas tenir ses engagements?

En présence de toutes ces considérations, ne semble-t-il pas utile d'accepter une intervention gouvernementale, qui complètera si bien, en se plaçant à un point de vue un peu différent, l'œuvre protectrice et féconde de la Chambre syndicale?

Peut-être, nous l'accordons, cette intervention ministérielle sera-t-elle parfois délicate. Sans aller, comme l'article que nous citions plus haut, jusqu'à suspecter l'honnêteté et la bonne foi du ministre, nous devons reconnaître que celui-ci sera parfois embarrassé, en songeant qu'il devient, pour ainsi dire, le conseiller financier du capitaliste. Un tel rôle est des plus ingrats, même pour des professionnels de la finance; à plus forte raison, pourra-t-il rebuter un ministre dont la compétence technique en matière de Bourse sera quelquefois minime. Et même, pour un ministre très avisé, et très compétent sur ces questions, l'embarras pourra être parfois considérable, lorsqu'il s'agira de prendre parti entre deux solutions contradictoires : d'une part, le désir de permettre aux capitalistes français de réaliser une bonne affaire; d'autre part, celui de sauvegarder les intérêts financiers de notre pays; or, si l'on songe qu'en matière de finances, le patriotisme passe au second

plan (1), que bien des rentiers pardonneraient plus aisément à un ministre d'avoir sacrifié le crédit de la France, que de leur avoir fait manquer un bon placement, alors, on comprendra combien la tâche, en apparence simple, peut devenir difficile et rebutante.

Mais ce n'est pas une raison pour l'abandonner, surtout si l'on songe que de toutes les forces nationales, de toutes les énergies dont jouit notre pays, c'est encore sa situation financière qui lui donne le plus de prestige, qui en fait le prêteur du monde entier. C'est une raison de plus pour ne pas se désintéresser de cette source d'énergie, mais pour chercher, au contraire, à le mettre de plus en plus en valeur.

Notre épargne nationale, si elle est protégée et sagement dirigée, a toujours été, et sera toujours pour nous un puissant moyen d'action, un moyen de domination internationale; un Gouvernement tenant un sac d'or peut parler aussi haut que brandissant un glaive, et un refus de capitaux soumet-

(1) C'est un fait reconnu, au moyen d'exemples ou de statistiques, par les économistes et les financiers les plus éminents. L'échec des emprunts patriotiques de 1830 et 1848, le refus de la part du Gouvernement de la Défense nationale, en 1872, d'ouvrir un emprunt patriotique, malgré des sentiments nationaux particulièrement exacerbés, tout ceci montre que l'élément affectif est absent de toute opération pécuniaire, et qu'un Etat demandera vainement des sacrifices financiers d'ordre patriotique, à un capitaliste qui n'est en quête que d'un fructueux placement.

tre parfois un Etat plus sûrement que la menace d'un canon.

Mais, nous le répétons, cette puissance énorme que détient notre pays, il ne faut pas la gaspiller, l'user inutilement ; il faut, au contraire, la diriger vers le but le plus propice à en tirer une utilité et un profit. Nous croyons avoir montré que c'est l'intervention gouvernementale qui peut seule réaliser cette fin, et c'est là sa principale justification.

CHAPITRE II

PROCÉDURE D'ADMISSION DES VALEURS FRANÇAISES

Comme suite aux considérations générales qui précèdent, nous allons maintenant examiner suivant quelle procédure la Chambre syndicale, dont nous connaissons l'organisation, va se prononcer sur l'admission à la cote. Ainsi que nous l'avons déjà dit, la Chambre syndicale jouit de prérogatives très larges, limitées seulement, en matière de valeurs érangères, par un certain droit de contrôle de la part du Gouvernement. Mais ce pouvoir, pour être très large et très étendu, n'est nullement arbitraire, et nous verrons, au contraire, qu'il est l'objet d'une stricte réglementation.

Pour plus de clarté, nous étudierons, dans ce chapitre, les valeurs françaises seulement. Parmi celles-ci, une distinction fondamentale, que nous connaissons déjà, se présente immédiatement : nous étudierons successivement les fonds d'Etat, puis les valeurs françaises autres que les fonds d'Etat, c'est-à-dire les actions et obligations des sociétés ou compagnies industrielles, commerciales ou au-

tres. A ces distinctions répondent, nous le verrons, des conditions d'admission très différentes.

Section Première

ADMISSION DES FONDS D'ÉTAT FRANÇAIS

Le titre ci-dessus ne doit pas faire illusion, et ne doit pas entraîner à commettre une confusion sur un point fondamental de notre étude; en effet, il n'y a pas, à proprement parler, de procédure d'admission à la cote des fonds d'Etat français, car, en réalité, ces fonds sont cotés de plein droit. L'article 80, du décret du 7 octobre 1890, organisant le *Bulletin de la cote officielle,* déclare formellement que « les fonds d'Etat français y sont portés de droit ». Aucune discussion n'est donc permise sur ce point (1).

Que devons-nous comprendre sous la dénomination de fonds d'Etat? Si nous consultons une cote toute récente, nous relevons sous cette rubrique les titres de rente suivants:

3 0/0 perpétuel;

3 0/0 amortissable, remboursable à 500 francs;

---

(1) La netteté du texte supprime toute controverse ; la pratique s'est établie en ce sens, et les auteurs sont d'accord sur ce point. Cf. Lyon-Caen et Renault : Manuel de droit commercial, p. 615. — Courtois : Opérations de Bourse et de change, p. 261. — J. Haristoy. *Op. cit.*, *passim...*, etc., etc.

3 1/2 0/0 amortissable, remboursable de 1915 à 1939;

Obligations des chemins de fer de l'Etat 4 0/0;

Bons du Trésor;

Obligations du Trésor.

Nous estimons qu'au point de vue de l'admission à la cote, ce sont les trois premiers de ces titres qui doivent seuls être considérés comme fonds d'Etat français. Les moyens de trésorerie par lesquels un Etat se procure de l'argent ne constituent pas des actes de gestion publique, et ne sont que des emprunts remboursables à courte échéance. A la rigueur, on peut les assimiler aux fonds d'Etat, si on désigne sous ce nom « tout ce dont la nation s'est reconnue débitrice, quelles que soient la forme et la durée de l'obligation et les conditions de remboursement et d'extinction de la dette » (1). Mais l'admission ne leur appartient pas de plein droit. Il en est de même, à notre avis, des obligations du chemin de fer de l'Etat; pour cette compagnie, contrairement à ce qui se produit pour les autres réseaux, l'Etat a contracté un engagement direct, et non une simple garantie d'intérêt; mais, si l'assimilation est possible de ce fait avec la notion de fonds d'Etat, il n'en est pas de même quant à l'admission de plein droit à la cote officielle.

---

(1) Bequet. Répertoire du droit administratif. *V°* Dette publique.

La cote nous fournit encore les rubriques « Fonds garantis par le Gouvernement français », et « Emprunts des colonies et protectorats », Voici les valeurs renfermées dans ces deux catégories (1) :

1° Fonds garantis par le Gouvernement français :

Obligations Tunisiennes 3 0/0 ;

Emprunt 2,5 0/0 du Protectorat de l'Annam et du Tonkin ;

Madagascar, emprunt 2,5 0/0 1897 ;

Madagascar, emprunt 3 0/0 1903-1905 ;

Gouvernement de l'Afrique occidentale française 3 0/0 ;

Gouvernement général du Congo français 3 0/0 1909 ;

Gouvernement général de l'Indo-Chine 3 0/0 1909 et 3,5 0/0 1913 ;

Gouvernement du Maroc, emprunt 4 0/0 1914.

2° Emprunts de colonies et protectorats :

Gouvernement général de l'Algérie, emprunt 3 0/0 1902 ;

Gouvernement général de l'Indo-Chine, emprunt des chemins de fer ;

Gouvernement général de l'Indo-Chine, emprunt 3,5 0/0 1899 ;

Gouvernement général de l'Indo-Chine, emprunt 3 0/0 1902 ;

---

(1) Cote de la Bourse du 31 juillet 1914.

Gouvernement tunisien 3 0/0 1902-1907.

Pour tous les titres que nous venons d'énumérer, il y a lieu de se demander s'ils peuvent être assimilés à des fonds d'Etat français, étant donnés les rapports unissant les divers pays émetteurs avec notre pays. Nous répondrons à cette question par la négative (1). En effet, on admet que la colonie ne peut être asssimilée à l'Etat, puisqu'elle n'exerce sa puissance que sous le contrôle de la métropole; on ne peut donc considérer un fonds émis par une colonie française comme un fonds d'Etat français; on pourrait plus vraisemblablement l'assimiler à un titre émis par une province; mais, en aucun cas, les titres des colonies ne peuvent bénéficier du régime des fonds d'Etat français, soit quant à l'admission de plein droit à la cote, soit quant aux exemptions fiscales.

Mais dans la liste des valeurs que nous venons d'énumérer, se trouvent des emprunts émis par des pays comme le Tonkin, l'Annam, la Tunisie, le Maroc, qui constituent, par rapport à la France, de simples protectorats. Le lien qui les relie à notre pays est assez frêle, et leur laisse, dans une certaine mesure, leur qualité d'Etat; d'autre part, le Gouvernement français a accordé sa garantie au service de leurs emprunts. Dès lors, à quel régime seront soumis de tels titres? Ne bénéficieront-ils

(1) R. Cartier. Le régime des fonds d'Etats étrangers en France. Paris, 1905.

pas des avantages accordés aux fonds d'Etat français? Non; la pratique les place sous le régime des fonds d'Etats étrangers. Ce point a été très nettement précisé par le ministre des finances, lors de la discussion du budget de 1898 (1). Un député, M. François Deloncle, demandait au ministre: « Est-ce que les titres de l'emprunt de Tunis et des emprunts des protectorats français sont considérés, pour l'avenir, comme titres étrangers? » Et M. Cochery, ministre des finances, répondit catégoriquement: « Oui ». M. Deloncle, surpris, avec quelque raison, de cette réponse, continua en ces termes: « Messieurs, l'Etat français garantit les emprunts de Tunisie, de l'Annam et du Tonkin; comment pouvez-vous admettre que ces emprunts garantis par la France soient considérés comme des emprunts étrangers? Il y a là une anomalie contre laquelle je m'élève.... Nous ne pouvons continuer, sans détriment pour notre crédit public, à considérer comme des emprunts étrangers des emprunts émis par nos protectorats, et dont nous avons garanti les intérêts par une loi française... » Ces justes remarques n'empêchèrent pas le ministre de réitérer ses déclarations, et c'est à elles que nous devons nous en référer pour solutionner la question que nous nous étions posée.

***

Ayant ainsi précisé ce qu'on entend par fonds d'Etat français, nous avons à signaler, relativement

(1) *Journal officiel.* Chambre. Séance du 7 mars, p. 1049.

à ces fonds, une anomalie très importante. Bien qu'étant des titres cotés (puisqu'ils ont même accès de plein droit à la cote), ils se distinguent des autres titres de cette catégorie par la particularité suivante : tandis que les valeurs cotées ne sont négociables que par l'entremise d'un agent de change (1), les rentes sur l'Etat français peuvent exceptionnellement être négociées en coulisse par des intermédiaires non officiels.

Cette situation, en apparence singulière, a été formellement affirmée, pendant la discussion du budget de 1898, par M. Cochery, ministre des finances, à propos de l'amendement Fleury-Ravarin, dont nous avons eu l'occasion de parler. On se rappelle que cet amendement frappait la coulisse d'un coup très violent, en restreignant considérablement son champ d'action. Le ministre des finances déclara cependant qu'il n'entendait pas détruire et supprimer la coulisse des rentes sur l'Etat français. Cette solution avait, évidemment, pour l'Etat, des avantages non négligeables : le marché des rentes obtenait ainsi, en même temps qu'une plus grande élasticité, une extension considérable ; il y aurait eu danger à vouloir restreindre le marché sur de tels titres, et si le Gouvernement avait provoqué cette restriction, il aurait été le premier à en souffrir. Ainsi que l'a fait très justement remarquer M.

(1) C'est un point que nous préciserons plus loin. Troisième partie, Chapitre II.

Colson (1) : « Le Gouvernement n'a pas voulu apporter aux affaires concernant la rente, dont les cours l'intéressent directement, les entraves qu'il n'hésitait pas à apporter à celles qui concernent d'autres valeurs. »

Ces raisons, évidemment justes, n'empêchèrent point certains députés, notamment MM. Viviani et Ribot, de protester contre le maintien de la coulisse des rentes ; ce dernier, surtout, en même temps qu'il critiquait le défaut d'harmonie du système, s'alarma de cette autorisation de négocier la rente, accordée à des personnes, dont certains orateurs du Parlement avaient dit tant de mal à maintes reprises.

Le ministre n'en persista pas moins dans sa décision, prétendant que des précautions étaient prises pour assurer un contrôle permanent du parquet sur les opérations concernant la rente, effectuées par les coulissiers. En quoi pouvaient donc consister ces précautions ?

Cette question nous amène à rechercher comment la pratique peut concilier cette tolérance relative aux rentes, avec les prescriptions posées par l'amendement Fleury-Ravarin. On se rappelle, en effet, que cet amendement exige la représentation d'un bordereau d'agent de change pour toute opération de Bourse concernant une valeur cotée, et

(1) Colson. Cours d'économie politique professé à l'Ecole nationale des ponts et chaussées, 1903, tome II, p. 363.

que, dans ce cas, il n'y a aucun moyen de suppléer à la production du bordereau. Comment fera donc le coulissier opérant sur la rente? Pour se mettre en règle avec la loi, il sera obligé, au lieu de se contenter d'inscrire l'opération sur son répertoire, de réclamer un bordereau à un agent de change, lequel devra le délivrer sans réclamer de rétribution; cela revient, en somme, à obliger le coulissier à remettre à l'agent de change, dont il réclame l'intervention, l'impôt que celui-ci paie au Trésor, et la loi du 13 avril 1898 (article 14), ancien amendement Fleury-Ravarin, qui est une disposition d'ordre fiscal, se trouve ainsi satisfaite.

Au moyen de ce détour, la rente française pourra être négociée en coulisse aussi bien qu'en Bourse. Et c'est bien là une anomalie remarquable, qui permet à un titre coté, et, qui plus est, admis à la cote de plein droit, sans délai, sans discussion, du fait même de son existence, d'être négocié sur le marché libre aussi bien que sur le marché officiel.

***

Cette admission de plein droit, supprimant en réalité toute intervention de la part de la Chambre syndicale, ne se rencontre que pour les fonds d'Etat français, et dans tous les autres cas, une intervention de la Chambre syndicale se produit, ainsi que nous allons le voir plus loin.

Néanmoins, il nous semble bon de signaler ici une exception historique au principe que nous venons

de poser, et qui est relative au fonds belges. Un traité de commerce, conclu entre la France et la Belgique, le 14 mai 1861, porte, dans son article 36, la disposition suivante : « Les titres émis par les communes, les départements, les établissments publics et les sociétés anonymes de France, qui seront cotés à la Bourse de Paris, seront admis à la cote officielle des Bourses de Belgique. Réciproquement, les titres émis par les provinces, les communes, les établissements publics et les sociétés anonymes de Belgique, cotés à la Bourse de Bruxelles, seront admis à la cote officielle des Bourses de France. » Il y a donc là une sorte de réciprocité, de laquelle il résulte une admission de plein droit aux Bourses françaises, en faveur des valeurs belges remplissant les conditions du traité.

D'après le manuel des agents de change, qui en rapporte les termes (1), ce traité, dénoncé une première fois le 28 mars 1872, et remis en vigueur le 23 juillet 1873, a été remplacé, le 31 octobre 1881, par un nouveau traité de commerce ne reproduisant pas les dispositions de l'article 36.

Au sujet de ce traité de commerce, MM. Lyon-Caen et Renault (2) ajoutent : « Ces dispositions avaient été étendues de plein droit aux valeurs de Bourse des pays étrangers contenant la clause de la nation la plus favorisée. Aucun traité ne contient

(1) Manuel des agents de change, page. 453.
(2) Lyon-Caen et Renault. Traité de droit commercial, tome IV, p. 680, note 1.

plus de disposition correspondant à l'art. 36 du traité franco-belge de 1861. » Ce cas exceptionnel d'admission de plein droit pour les titres autres que les fonds d'Etats français, n'a donc qu'une valeur purement historique.

Section II

ADMISSION DES VALEURS FRANÇAISES AUTRES QUE LES FONDS D'ÉTAT

Dans cette catégorie de valeurs, ce n'est plus l'admission de plein droit que nous allons trouver; ici, il y aura une discussion possible; l'émetteur va se voir imposer l'accomplissement de conditions formelles; l'autorité compétente aura le droit d'apprécier la valeur du titre au point de vue de la sécurité et de l'étendue de son marché, et se réservera un droit de refus. Le sujet va nous permettre de comprendre ici tous les détails de l'intervention de la Chambre syndicale, et tout le mécanisme de cette intervention.

Au préalable, il ne serait peut-être pas inutile de préciser ce que nous entendons par cette expression: valeurs françaises autres que les fonds d'Etat. Nous n'avons, pour cela, qu'à nous en référer à une cote. Sans être classées sous des rubriques séparées, ces valeurs trouvent place à la cote dans un certain ordre. Voici comment on peut les grouper:

1° Titres émis par des banques et établissements

de crédit, parmi lesquels nous trouvons les actions de la Banque de France, de la Banque de Paris et des Pays Bas, du Crédit Lyonnais, de la Société Générale, de l'Union Parisienne, du Comptoir National d'Escompte, les actions et obligations du Crédit Foncier, etc.

2° Actions et obligations de chemins de fer, comprenant les titres émis par les différents réseaux de France (Est, P.-L.-M., Midi, Nord, Ouest, Orléans, Grande Ceinture de Paris, Chemins de fer départementaux), ainsi que des actions et obligations de divers chemins de fer coloniaux : Bône-Guelma, Est-Algérien, Chemins de fer de la Réunion, de l'Indo-Chine et du Yunnan... etc.

3° Titres émis par des compagnies maritimes ou de navigation, principalement les Docks de Marseille, les actions de la Compagnie Générale Transatlantique ou des Messageries Maritimes.

4° Valeurs de traction autres que les chemins de fer, notamment les actions parisiennes du Métropolitain et du Nord-Sud, de la Compagnie Générale des Omnibus de Paris, des Tramways de l'Est-Parisien, des Tramways et Omnibus de Bordeaux, de l'Omnium lyonnais de chemins de fer et tramways, etc.

5° Valeurs minières et industrielles, parmi lesquelles nous mentionnerons les actions des Ateliers de construction électrique du Nord et de l'Est, les Compagnies d'Electricité de Paris, et de l'Ouest-Parisien, diverses actions de sociétés de gaz, d'exploitation de force motrice, de sociétés

minières de houille, de sel gemme, de phosphate, de pétrole, etc...

Ayant ainsi fait connaître par quelques exemples ce que comprend la catégorie des valeurs que nous étudions, recherchons maintenant à quelles conditions et à la suite de quelles formalités ces titres ont obtenu, de la part de la Chambre syndicale, leur admission à notre cote.

I

Sur quels textes la Chambre syndicale appuie-t-elle ses droits ?

Ce qu'il importe de remarquer ici, ainsi que nous l'avons déjà rapidement signalé, c'est que la Chambre syndicale, jouissant des pouvoirs très étendus que nous indiquerons, ne les tient pas en vertu de textes législatifs. Il y a même là une situation légale assez curieuse, sur laquelle il importe de donner quelques explications.

Les anciens textes, que nous avons eu déjà l'occasion de citer, n'attribuaient à la Chambre syndicale que le droit de constater les cours des effets cotés à la Bourse ; c'est, en effet, ce qui ressort de certains documents législatifs, comme la loi du 15 pluviôse an IV, article premier, l'ordonnance du préfet de police du 1er thermidor an IX, articles 15 à 17, les articles 73 à 76 du Code de commerce (1). En

(1) Voir l'examen de ces divers textes dans notre partie historique.

tout cas, rien de formel quant au droit, pour la Chambre syndicale, de discuter sur l'admission. Le droit qu'elle s'arrogeait était donc extrêmement précaire.

A la vérité, le décret du 22 mai 1858 semblerait bien constituer, pour la Chambre syndicale, la première justification légale du droit qu'elle exerçait jusqu'alors sans texte. On se rappelle que ce décret imposait, comme conditions préalables à l'admission, l'accomplissement de certaines formalités et la production de certaines pièces; or, l'article 2 du décret exigeait que ces justifications fussent fournies « à la Chambre syndicale », laquelle semble donc bien investie légalement d'un certain droit. Mais il ne faut pas oublier que ce décret vise spécialement les valeurs étrangères, et au point de vue purement juridique, il est impossible de faire une assimilation avec les valeurs françaises en vue de justifier l'intervention de la Chambre syndicale dans l'admission à la cote. Tout au plus, la Chambre syndicale aurait-elle pu s'appuyer sur ce décret, et dire que ce droit, qui lui était reconnu pour les valeurs étrangères, elle l'avait étendu, par analogie, aux valeurs françaises. Mais cette justification, si c'en est une, resterait encore bien faible et bien peu juridique.

Lorsqu'en 1870, la Chambre syndicale élabora une nouvelle revision bien plus complète et bien plus détaillée de ses statuts dans un document connu sous le nom de « Règlement général de la Com-

pagnie des agents de change » (1), elle en profita pour formuler, dans les articles 155 et 156 de ce texte, son droit de se prononcer sur l'admission. Voici l'énoncé de ces deux articles :

« Article 155.— La Chambre syndicale, sous l'autorité du ministre des finances, a tout pouvoir pour accorder, refuser, suspendre ou interdire la négociation d'une valeur autre que les fonds d'Etat français, à la Bourse de Paris, soit au comptant, soit à terme. Elle se fait remettre, à cet effet, toutes les pièces, justifications et renseignements qu'elle juge nécessaires.

» Article 156. — Lorsqu'il est reconnu par la Chambre syndicale que la cote d'une valeur est commandée par l'intérêt général, elle peut, d'office, prononcer son admission au comptant et à terme. Elle peut refuser la radiation d'une valeur déjà inscrite à la cote. »

Notons que la généralité des termes, n'excluant formellement que les fonds d'Etat français, permet d'appliquer ce texte aux valeurs françaises aussi bien qu'aux valeurs étrangères. Le texte ne distingue pas.

C'est la première fois que nous trouvons une formule nette ; mais, remarquons-le, ce n'est pas là un texte législatif, c'est un simple règlement que s'est donné la Chambre syndicale elle-même, et qui

---

(1) De nombreuses dispositions de ce règlement général se retrouvent dans le règlement intérieur du 16 décembre 1891.

n'a reçu, à ce moment, aucune confirmation gouvernementale.

C'est la jurisprudence qui devait, la première, approuver cette disposition, et lui donner une force exécutoire aujourd'hui incontestée. Le 4 décembre 1877, la Cour de cassation rendit un arrêt très important, auquel nous aurons fréquemment à nous reporter (1). Bien qu'en l'espèce il s'agisse, dans cet arrêt, d'une admission de valeurs étrangères, les bons de la Compagnie de chemins de fer de Memphis-El Paso and Pacific Railroad, en réalité, les termes généraux de l'arrêt, n'excluant de la compétence de la Chambre syndicale que les fonds d'Etat français, confirment, au moins implicitement, ses droits sur les valeurs françaises autres que les fonds d'Etat. Voici, d'ailleurs, les principaux passages de cet arrêt :

« La Chambre syndicale des agents de change de Paris, agissant sous le contrôle du ministre des finances, peut accorder, refuser, suspendre ou interdire la négociation, soit au comptant, soit à terme, des valeurs autres que les fonds d'Etat français ;

» Elle peut, dès lors, déterminer les conditions auxquelles elle croit devoir subordonner l'admission ou le maintien de certaines valeurs à la cote officielle de la Bourse. »

Cet arrêt très net nous permet donc de dire que

(1) Cass., 4 déc. 1877. D., 1878-1-251 ; Sir. 1878-I-369, et la note sous cet arrêt.

la Chambre syndicale s'est, en quelque sorte, arrogé un droit qu'aucune disposition législative ne lui accordait; mais comme ce droit n'a rien d'exorbitant, comme son utilité n'est même pas contestable, personne, actuellement, ne le lui discute, et elle l'exerce en toute liberté. La pratique est constante; les auteurs sont unanimes en ce sens (1). Pour ne citer qu'une opinion doctrinale, rappelons ce que disent MM. Lyon-Caen et Renault: « Il semble bien que, lors de la confection du Code de commerce, les agents de change faisaient individuellement connaître les cours des négociations qu'ils opéraient, et que, d'après ces indications, les prix étaient cotés, c'est-à-dire insérés dans la cote officielle. Mais les choses ne sont pas restées dans cet état. Tout au moins à Paris, dans ses règlements particuliers, que les ministres des finances n'avaient jamais revêtus de leur approbation jusqu'en 1890, la Compagnie des agents de change conférait à la Chambre syndicale le pouvoir d'admettre ou non à la cote des valeurs mobilières, de telle façon que certaines peuvent être négociées sans être cotées. » (2)

---

(1) Voir les références citées en note de l'arrêt de 1877 dans Sirey, 78-I-369.

(2) Lyon-Caen et Renault. Traité de droit commercial, tome IV, n° 892.

II

Quelle est l'étendue du droit de la Chambre syndicale ?

La Chambre syndicale jouit d'une prérogative très étendue, au point qu'on a pu dire qu'elle était « maîtresse de sa cote ». Cette expression est très juste, surtout si l'on se place au point de vue de l'admission des valeurs françaises, car, pour les valeurs étrangères, nous verrons que l'intervention gouvernementale peut réduire, dans une certaine mesure, les droits de la Chambre syndicale.

Les termes mêmes de l'article 155 du règlement général cité plus haut font comprendre l'étendue vraiment considérable de ce droit; nous y lisons, en effet, que la Chambre syndicale peut accorder l'admission, la refuser, la suspendre, l'interdire, admettre d'office; c'est un pouvoir très large, presque un pouvoir discrétionnaire.

Cette souveraineté dans la décision de la Chambre syndicale était reconnue depuis longtemps, puisque nous lisons, dans le Sirey de l'année 1878, en note sous un arrêt déjà cité, l'opinion suivante: « La Chambre syndicale exerce son droit dans l'intérêt général et dans l'intérêt du mouvement des affaires. Elle apprécie les valeurs sur leur caractère sérieux. Quant à l'appréciation de la valeur, et au point de savoir si l'intérêt général commande ou prohibe l'admission, la Chambre syndicale a un pouvoir souverain, en ce sens que les tribunaux

n'ont pas à contrôler l'appréciation de la Chambre syndicale. Elle seule a qualité et compétence pour trancher des questions qui, par leur nature, échappent aux tribunaux. Ainsi, la Chambre syndicale, s'inspirant de l'intérêt général, juge que telle valeur doit être écartée, ou telle autre admise, ou telle autre retirée; les décisions de la Chambre syndicale sont souveraines; elle n'en doit compte à personne. »

Ce pouvoir absolu est reconnu et confirmé par la majorité des auteurs contemporains (1).

S'ensuit-il, néanmoins, que la Chambre syndicale ne puisse rencontrer aucun obstacle légal s'élevant contre l'admission d'une valeur française quelconque? Il ne faut évidemment pas exagérer, sous peine de se faire, sur la question, des idées erronées. Non seulement la Chambre syndicale n'a le pouvoir d'accorder l'admission que si toutes les formalités exigées sont remplies; mais encore il peut se rencontrer des hypothèses où malgré l'accomplissement intégral de toutes les formalités, et malgré le désir de la Chambre syndicale, l'admission d'une valeur donnée ne pourra, en aucun cas, être prononcée. Bien plus, comme nous le verrons plus loin, si la Chambre syndicale passait outre, sa responsabilité pourrait être engagée.

(1) MM. Lyon-Caen et Renault (Traité de droit commercial, tome IV, n° 893) écrivent : « La Chambre syndicale jouit d'une liberté illimitée pour prononcer, refuser, suspendre, supprimer l'admission des valeurs mobilières françaises à la cote. »

Quels sont donc ces obstacles auxquels nous faisons allusion? Ils dérivent de dispositions légales absolument formelles. Nous allons seulement en signaler quelques exemples.

La loi du 1er août 1893, modifiant l'article premier de la loi du 24 juillet 1867, déclare que: « les sociétés en commandite ne peuvent diviser leur capital en actions ou coupures d'actions de moins de 25 francs lorsque le capital n'excède pas 200.000 francs, de moins de 100 francs lorsque le capital est supérieur à 200.000 francs ». Cette disposition répond à des considérations très justes. En vue de mettre les placements à la portée des plus petites bourses, mais peut-être aussi dans le but de capter la confiance d'un plus grand nombre de petits épargnants, les émetteurs en étaient arrivés, sous l'empire de la loi de 1867, à émettre des actions à un capital nominal extrêmement réduit. Pour sauver du péril les capitalistes trop crédules, la loi de 1893 imposa le minimum que nous avons indiqué, en le faisant varier suivant le capital de la société. Ceci dit, il est bien certain qu'une société au capital de plus de 200.000 francs, fût-elle parfaitement constituée dans toutes ses parties, ne pourrait, en aucun cas, obtenir l'admission de ses actions à la cote, si celles-ci avaient un montant de moins de 100 francs. Et il serait absolument impossible à la Chambre syndicale, malgré son pouvoir quasi-discrétionnaire, de prononcer l'admission de valeurs ainsi irrégulièrement constituées.

Voici une autre hypothèse: supposons une émis-

sion présentant des apparences d'un succès certain. On pourrait craindre, dans ce cas, que des agioteurs avisés ne s'empressent d'acheter une grande quantité de ces titres, en vue de les écouler immédiatement après dans le public, à un prix quelque peu supérieur. Supposons, au contraire, une émission ne paraissant avoir aucun succès; des émetteurs peu scrupuleux pourraient charger des individus complaisants, jouant le rôle de prête-noms, de simuler de nombreuses acquisitions de titres, en vue de faire croire à une souscription intégrale. Dans l'un et l'autre de ces deux cas, le marché sera faussé; les capitalistes seront induits en erreur. Pour pallier à ces inconvénients, l'article 2 de la loi du 24 juillet 1867 déclare que: « les actions ou coupons d'actions sont négociables après le versement du quart »; dès lors, les fraudes que nous signalions deviennent impossibles; nos agioteurs ne pourront pas toujours réaliser des versements aussi importants; quant aux prête-noms complaisants, individus généralement insolvables, courant après une légère commission, ils seront dans l'impossibilité de remplir les obligations que leur impose la loi. L'article 2 de la loi de 1867 se justifiant par des motifs aussi forts, il en résulte qu'en aucun cas, la Chambre syndicale ne pourrait admettre sur le marché des titres non libérés par un versement partiel. C'est là un obstacle légal à l'admission, que la Chambre syndicale ne pourrait nullement négliger.

Signalons encore une troisième hypothèse: on

sait qu'il existe ce qu'on appelle des actions d'apports, correspondant à des apports en nature. Or, il est à craindre que des apporteurs, ayant réussi à faire majorer la valeur de leurs apports, ne s'empressent ensuite de se débarrasser des actions qui leur ont été attribuées. Pour éviter cette fraude et pour lier ces individus à la société qu'ils ont frustrée, l'article 3 de la loi du 24 juillet 1867, modifié par la loi du 16 novembre 1903, déclare que « les actions d'apport ne sont négociables que deux ans après la constitution définitive de la société ». Il résulte de ce texte que la Chambre syndicale, même consentante, ne pourrait pas admettre sur le marché des titres ainsi frappés de cette sorte d'inaliénabilité temporaire.

Nous nous bornerons à l'exposé de ces trois hypothèses ; ce sont, d'ailleurs, celles qui peuvent se présenter le plus souvent en pratique. Mais en dehors de ces quelques cas, nous pouvons dire que les droits de la Chambre syndicale en matière d'admission sont souverains. Il nous reste maintenant à étudier les formalités dont elle doit exiger l'exécution avant d'admettre une valeur à la cote officielle.

III

Comment la Chambre syndicale exerce-t-elle son droit ?

Une société française, sollicitant l'admission de ses titres à la cote de notre Bourse, devra, au préalable, constituer un dossier réunissant un certain nombre de pièces ; la Chambre syndicale pourra se

baser sur l'examen de ces documents pour accorder ou refuser l'admission.

Ce n'est pas en vertu de dispositions légales formelles que la Chambre syndicale peut se permettre d'exiger la création d'un dossier, renfermant certaines pièces limitativement énumérées. C'est tout au plus, en vertu de l'article 155 de son règlement général qu'elle se reconnaît le droit de réclamer les pièces justificatives constituant le dossier; mais nous savons que cet article n'est pas une disposition légale officielle.

Pour la constitution du dossier, les instructions sont données par la Chambre syndicale. Celle-ci édite, en effet, pour les différentes catégories de valeurs pouvant être admises à la cote, des documents remis aux intéressés où sont énumérées toutes les pièces devant figurer au dossier. L'établissement émetteur qui veut demander l'admission de ses titres n'a qu'à se conformer à ces Instructions.

En pratique, la demande d'admission pour les valeurs de sociétés ou compagnies françaises est adressée au syndic sans formule obligatoire. On joint à la demande le dossier qui doit avoir été constitué conformément aux instructions. Celles-ci font une distinction entre les actions et obligations; voyons dans les deux cas ce que devra contenir le dossier.

Pour les actions, les pièces exigées sont les suivantes:

a) Deux exemplaires des statuts, ceux-ci étant

essentiels pour connaître le but que se propose la société et les moyens par lesquels elle compte le réaliser.

b) Les pièces constitutives de la société; on fait entrer dans cette catégorie l'expédition notariée de l'acte de déclaration de souscription du capital et de versement effectué sur les actions, avec la liste des souscripteurs y annexée; les procès-verbaux des assemblées générales constitutives; un exemplaire imprimé du rapport des commissaires chargés de vérifier les apports s'il y a lieu. On connaît, en effet, les exigences de la loi de 1867 sur ce dernier point: l'article 4 exige la nomination, par une première assemblée, d'un certain nombre de commissaires chargés d'apprécier les apports en nature; ils rédigeront un rapport qui sera imprimé et tenu à la disposition des actionnaires cinq jours au moins avant la réunion d'une nouvelle assemblée; cette nouvelle assemblée délibérera ainsi en connaissance de cause sur l'acceptation des apports en nature. C'est donc le rapport des commissaires qui devra être versé au dossier.

c) Des pièces de publications légales. Cette exigence vise l'exemplaire légalisé du *Bulletin annexe au Journal Officiel,* justificatif des insertions prévues à l'article 3 de la loi de finances du 30 juin 1907. Nous aurons l'occasion de signaler plus loin ce que doit contenir cette insertion; il suffit, dans le dossier, de fournir le numéro du *Bulletin* dans lequel l'insertion a été faite.

d) Un spécimen des titres : il est utile, pour la Chambre syndicale, de connaître l'aspect matériel des titres sur lesquels pourront ultérieurement s'opérer les négociations. Autant que possible, on exige que tous les titres aient la même valeur ; cette parité est surtout réclamée dans un but de simplification. Elle facilite, en effet, les négociations en Bourse, puisqu'il suffira d'indiquer le prix auquel on désire faire l'achat ou la vente sans avoir à préciser le montant nominal de la valeur dont il s'agit ; l'indication des cours de la Bourse sera également considérablement simplifiée puisqu'il suffira de l'indication d'un seul cours pour que le chiffre soit applicable à tous les titres.

e) Une indication du taux d'émission, de la libération actuelle des titres, des époques de jouissance, de la jouissance courante. La plupart de ces renseignements devant figurer sur la cote officielle, si la valeur y est admise, on en comprend facilement l'utilité. Les instructions ajoutent qu'en cas d'augmentation de capital, les mêmes justifications devront être fournies.

f) Des exemplaires des derniers bilans, et des comptes rendus des assemblées générales, s'il y en a eu. La Chambre syndicale ayant à apprécier le caractère de la société émettrice, de tels renseignements lui seront indispensables.

g) Engagement de faire parvenir à la Chambre syndicale un compte rendu de chacune des assemblées générales que pourra tenir la société. Les discussions, dans les assemblées générales, fournissent

en effet, de précieux indices sur la marche des affaires de la société; c'est là que les actionnaires donneront ou refuseront leur approbation aux comptes présentés; c'est là qu'on décidera de l'emploi des bénéfices et qu'on déterminera le montant des dividendes à verser; c'est là que les actionnaires pourront, s'ils le veulent, révoquer ou remplacer les administrateurs, et nommer des commissaires de surveillance. Il est bon que tous ces renseignements soient connus de la Chambre syndicale afin qu'elle puisse suivre la société dans sa marche, tant que ses titres resteront admis à la cote officielle.

h) Engagement de fournir à la Chambre syndicale 200 listes de chaque tirage si les actions s'amortissent par tirage au sort. On veut éviter ainsi la circulation sur le marché français de titres déjà sortis au remboursement.

i) Adhésion à la formule d'acceptation de transfert spéciale pour les agents de change, si les titres sont nominatifs. Nous aurons à étudier plus loin cette question de transfert.

j) Engagement de procéder, sur simple demande appuyée d'un jugement de la Chambre syndicale, à l'échange des titres qui, en raison de leur état matériel, ne pourraient pas être admis dans leur livraison. Cette disposition fait allusion à l'usure du titre; elle vise également le cas où, le titre étant assorti d'une feuille de coupons, tous ces coupons ont été successivement détachés. Le titre, ainsi

dépourvu de ses coupons, ne peut plus circuler, et il faut le remplacer.

k) Si le siège social n'est pas à Paris, on doit s'engager à avoir une caisse chargée à Paris, du service des titres et des coupons, pendant toute la durée de la société. On doit indiquer quelle est cette caisse.

Telles sont les pièces qui doivent constituer le dossier quand il s'agit d'actions. Pour les obligations, les pièces exigées sont les suivantes :

a) Une copie certifiée et signée des procès-verbaux d'assemblées générales ou des délibérations du conseil d'administration qui ont autorisé la création des obligations. L'émission d'obligations constituant en quelque sorte un emprunt fait par la société dans le public, il est bon qu'elle justifie de la régularité des conditions dans lesquelles elle a réalisé cet emprunt. L'émission d'obligations intéresse d'ailleurs les porteurs d'actions, car le paiement des intérêts aux obligataires sera prélevé sur les bénéfices avant toute répartition des dividendes aux actionnaires ; et en outre, en cas de faillite de la société, les obligataires jouiraient du droit, non reconnu aux actionnaires, de produire à la faillite en qualité de créanciers et de toucher une part de l'actif.

b) Un exemplaire légalisé du *Bulletin annexe au Journal officiel,* justificatif des insertions prévues à l'article 3 de la loi de finances du 30 janvier 1907. Ce texte impose, en effet, expressément de faire mention, dans l'insertion, du montant des obliga-

tions émises et d'indiquer, en outre, les garanties qui auraient pu y être attachées.

c) Un exemplaire du prospectus d'émission, et, à défaut d'émission publique, l'indication du taux d'émission de la libération actuelle, des époques de jouissance, de la jouissance courante, de la date des tirages et des remboursements. Ainsi que nous l'avons déjà dit à propos des actions, le service de la cote a besoin de tous ces renseignements.

d) Un spécimen des titres.

e) Un liste certifiée et signée des souscripteurs.

f) Un engagement de fournir à la Chambre syndicale 200 listes de chaque tirage; lesdites listes devront contenir, intercalés en caractères ou couleurs différents, les numéros des titres sortis antérieurement et non présentés au remboursement.

g) Un engagement de procéder, sur simple demande appuyée d'un jugement de la Chambre syndicale, à l'échange des titres qui, en raison de leur état matériel, ne pourraient pas être admis dans les livraisons.

h) Indication de la caisse chargée du service des titres et des coupons.

En somme, pour les obligations, les pièces à fournir à l'appui de la demande sont sensiblement les mêmes que pour les actions. Les divergences ne proviennent guère que de la différence de nature des titres.

Le dossier ainsi constitué, et renfermant les pièces ci-dessus indiquées, est envoyé à un membre de la Chambre syndicale. Celui-ci se livre alors à

une enquête pour vérifier la régularité et l'authenticité des documents fournis. Il rédigera ensuite un rapport contenant son avis motivé. La Chambre syndicale délibérera alors, et votera sur les conclusions du rapporteur.

Le dossier fût-il reconnu parfaitement complet, et les pièces absolument sincères, la Chambre syndicale n'est pas pour cela forcée d'accorder l'admission, et son pouvoir d'appréciation reste entier. Qu'a-t-elle donc à rechercher? M. de Villèle l'indiquait déjà dans sa lettre ministérielle adressée au syndic des agents de change le 12 novembre 1825, lorsqu'il écrivait que l'admission à la cote pouvait être accordée « toutes les fois que les effets donneront lieu à des opérations faites avec concurrence et publicité, en assez grand nombre pour produire un cours véritable et tel que le public ne puisse être induit en erreur sur leur valeur réelle ». La Chambre syndicale devra donc vérifier si l'émission des titres a été faite conformément aux lois et règlements, si le nombre des négociations paraît devoir être assez grand pour que l'admission de la valeur soit d'intérêt général, si les valeurs émises méritent la confiance et ne risquent pas de faire courir un danger à l'épargne publique. Si, après ces vérifications, l'opinion de la Chambre syndicale reste favorable, l'admission à la cote sera accordée.

CHAPITRE III

PROCÉDURE D'ADMISSION DES VALEURS ÉTRANGÈRES

Dans cette catégorie de titres, nous aurons à reprendre la distinction que nous avons déjà faite en fonds d'Etats et valeurs de compagnies et sociétés. Comme pour les valeurs françaises, nous verrons que les droits reconnus à la Chambre syndicale sont très étendus ; mais nous aurons à signaler ici l'intervention gouvernementale, venant compléter et contrôler les décisions de la Chambre syndicale, et nous aurons à délimiter le domaine particulier de chacune de ces deux autorités (1).

Section Première

ADMISSION DES FONDS D'ETATS ÉTRANGERS

Après la guerre russo-japonaise, quand la Russie, à court d'argent, s'apprêtait à lancer des emprunts, M. Neymarck écrivait : « Où la Russie peut-

(1) Bibliographie : R. Aubry. L'admission à la cote des valeurs étrangères. Paris, 1912. — L. Guillaume. L'épargne française et les valeurs mobilières étrangères. Paris, 1907. — B.-P. Dauphin. Emission et circulation des titres des sociétés étrangères en France. Paris, 1907.

elle encore trouver de l'argent? En Hollande, oui; en Angleterre, non; et fort peu aux Etats-Unis. Et même si ces pays voulaient lui en prêter, ils ne trouveraient pas chez eux cette armée de petits capitalistes que nous possédons en France, et qui sont la force de notre pays. » (1) Ces mots de l'éminent économiste démontrent que la France est une abondante source d'épargne, où les nations qui ont besoin viennent volontiers puiser. A défaut de ce témoignage pourtant précieux, on pourrait se former sur ce point une opinion très précise, en jetant les yeux sur un exemplaire du *Bulletin de la cote;* comme le dit encore M. Neymarck : « Aujourd'hui, il n'est pas un seul pays d'Europe, sauf l'Allemagne, qui n'ait ses valeurs cotées à la Bourse de Paris; c'est à un tel point que pour apprendre la géographie, il n'est pas nécessaire d'ouvrir un atlas; il suffit de lire une cote de la Bourse : tous les Etats s'y trouvent représentés. » (2)

Nous avons déjà indiqué que les prêts à l'étranger comportent des dangers pour l'épargne qui s'y aventure. On comprend donc qu'une réglementation soit nécessaire; nous ferons connaître les précautions qui ont été prises en vue de réaliser une protection efficace.

---

(1) Neymarck. Finances contemporaines, tome III, p. 848.
(2) Neymarck. *Op. cit*,, tome IV.

I

De l'apparition sur notre marché des divers fonds d'Etats étrangers.

Les fonds d'Etats étrangers se sont introduits graduellement sur notre marché pendant tout le cours du XIXe siècle. Au commencement du siècle dernier, notre cote officielle en portait très peu. M. Neymarck signale, à ce moment, les consolidés anglais, qui, fait-il remarquer, étaient maintenus à la cote, même au moment où l'on était en guerre avec l'Angleterre. M. R.-G. Lévy signale également l'emprunt de 6 0/0 du roi de Saxe coté en 1811, l'emprunt 5 0/0 des Deux-Siciles coté en 1817, les fonds espagnols 3 0/0 cotés en 1822 (1).

En 1823, au moment où déjà certains fonds d'Etats étrangers avaient pris possession de notre marché, intervint une ordonnance autorisant formellement la cotation de ces fonds. Nous avons déjà donné, dans notre partie historique, le texte de cette ordonnance (2) ; il nous suffira de dire ici qu'à la faveur de ces nouvelles dispositions, de nombreux fonds d'Etats étrangers font leur apparition sur notre marché. En 1823, sont admis aux négociations sur notre Bourse le 3 0/0 prussien et les obligations

---

(1) R.-G. Lévy Les capitaux français à l'étranger. *Loc. cit.*

(2) On le retrouverait d'ailleurs au Manuel des agents de change, p. 321.

prussiennes; en 1824, l'emprunt portugais 5 0/0; en 1825, un emprunt haïtien; en 1832, les emprunts belges 5 0/0 et 4 0/0, et le 5 0/0 romain; en 1833, le 5 0/0 grec, le 5 0/0 russe, et la rente espagnole 3 0/0; en 1834, l'emprunt-loterie du Piémont, et le 2,5 0/0 hollandais; en 1835, apparaît un nouveau fonds hollandais; en 1837, on cote des rentes belges 4 et 5 0/0, et un 5 0/0 autrichien; enfin, vers 1839 et 1840, apparaissent les premiers emprunts américains.

Le mouvement semble alors se ralentir, sans qu'on puisse bien en expliquer les causes; peut-être, parce qu'à ce moment commencent à apparaître les titres des compagnies et sociétés étrangères. Néanmoins, aux environs de 1860, nous constatons de nouvelles admissions de fonds d'Etats étrangers; on a expliqué cette reprise en disant que la France avait conclu, à ce moment, un certain nombre de traités de commerce à la faveur desquels beaucoup d'Etats étrangers nous demandaient l'admission de leurs titres à la cote de notre Bourse. Quoi qu'il en soit, la reprise signalée se manifeste par l'apparition, sur notre marché, d'un certain nombre de fonds turcs, d'un 5 0/0 italien, d'un 6 0/0 des Etats-Unis, d'un 6 0/0 mexicain, d'un 7 0/0 tunisien, d'un 5 0/0 hongrois, d'un 7 0/0 égyptien 1866, d'un 8 0/0 roumain 1867, d'un 6 0/0 péruvien 1870, enfin d'une série d'emprunts russes.

L'extension prise par les fonds d'Etats étrangers sur notre marché ne s'est pas ralentie depuis; l'examen d'une cote toute récente nous montrerait,

au contraire, qu'au cours de ces dernières années, de nouveaux pays ont fait admettre chez nous leurs titres de rente ; nous pourrions signaler, sans prétendre être complet, plusieurs emprunts argentins et brésiliens, plusieurs 5 0/0 or chinois, les emprunts des divers Etats balkaniques, Bulgarie, Serbie, Grèce, Roumanie, plusieurs fonds japonais à 4 et 5 0/0, les rentes sur les différents Etats scandinaves, par exemple, le 3,5 0/0 différé suédois 1911, le 3,5 0/0 norvégien 1905, le 3,5 0/0 danois 1909. Nous pouvons encore mentionner un certain nombre de fonds ottomans et les multiples emprunts russes qui tiennent une très grande place dans notre cote. Bref, on ne voit guère que les fonds allemands qui soient absents de notre cote ; malgré la solidité jusqu'ici incontestable du crédit de l'Allemagne, malgré l'expansion industrielle et commerciale qu'elle avait prise depuis quelques années, notre marché est toujours resté fermé à ses émissions, par suite de considérations diplomatiques, sinon patriotiques.

Certains capitalistes, excluant de leurs placements le point de vue sentimental, peuvent fort bien posséder des fonds allemands dans leur portefeuille, mais ils ont dû, probablement, se les procurer sur des places étrangères, et dans tous les cas, de tels titres n'ont jamais reçu, en France, la consécration officielle résultant de l'admission sur notre marché.

II

Difficultés que soulève l'admission des fonds d'Etats étrangers

En principe, le crédit aux Etats est considéré comme la forme la plus sûre des placements : un Etat ne fait pas aussi facilement banqueroute qu'un particulier ou une société; les quelques exemples historiques de semblables débâcles sont, heureusement, assez rares. Il est vrai que cette garantie de sécurité était compensée par un taux d'emprunt assez peu élevé, au point que certains rentiers, obligés de tirer de leurs capitaux le maximum de rendement, pouvaient trouver ce taux insuffisamment rémunérateur. Mais, depuis quelques années, se sont révélés un certain nombre de pays neufs, qui paraissent avoir devant eux un brillant avenir économique, et qui, ayant besoin de capitaux, sont venus concurrencer les Etats anciens sur le marché de l'épargne, en offrant aux capitalistes des taux d'emprunts beaucoup plus avantageux, avec des garanties presque équivalentes. Nous faisons allusion à certains pays comme la République Argentine, le Japon, la Russie ; ces Etats s'affirment comme très solides, et comme ils offrent un intérêt assez élevé, ils obtiennent aisément le concours des capitalistes.

Ce n'est pas tout. Si le capitaliste est alléché par des rendements très forts, il apprécie également la facilité avec laquelle il pourrait, le cas échéant, réaliser son portefeuille. Les emprunts

d'Etats ont, en effet, un marché extrêmement étendu et donnent lieu à des opérations très importantes, et le capitaliste aime d'avoir les coudées franches si jamais son impression le poussait à réaliser en argent les titres qu'il détient.

Enfin, cette réalisation même est quelquefois dangereuse si l'on est obligé d'y procéder à des périodes où le marché est troublé par des événements extérieurs. Mais, précisément, les fonds d'Etats paraissent subir assez peu de fluctuations, et semblent n'être réellement touchés qu'en période de relations internationales complètement désorganisées (1). Il a été prouvé qu'au cours de la guerre balkanique, la grande majorité des fonds d'Etats avait conservé une tenue assez calme, même les titres de certains Etats dont le crédit pouvait paraître assez douteux. Il est bien évident qu'au cours de cataclysmes comme celui de la guerre européenne de 1914, toutes les présomptions sont renversées, et toutes les probabilités méconnues; mais il n'en reste pas moins que, même au cours de cette période où toutes les valeurs sont violemment touchées, les fonds d'Etats ont paru, jusqu'ici, supporter l'épreuve dans les conditions les moins défavorables. C'est cette sécurité et cette stabilité des cours qu'apprécient les capitalistes peu aventureux, et c'est pourquoi les fonds d'Etats trouvent toujours de nombreuses négociations.

(1) Voir l'*Economiste français* du 26 octobre 1912 et du 16 novembre 1912, p. 725.

En présence d'une telle tendance des rentiers, très justifiée, d'ailleurs, qui les pousse à accorder leur souscription aux emprunts des Etats étrangers, un pays comme la France, source d'épargne et de richesse, ne doit-il pas prendre certaines précautions? Il y a ici, semble-t-il, une question de politique venant se mêler à une question de finance. Il nous semble même qu'un conflit peut parfois s'élever et que les gouvernants pourront se trouver aux prises avec un véritable dilemme, et se demanderont, de l'intérêt politique ou de l'intérêt financier, lequel des deux doit passer avant l'autre.

Ce problème, qui se pose dans tous les pays où les capitaux et l'épargne tiennent une certaine place, a été solutionné en Allemagne dans le sens de la liberté absolue des placements. Le ministre Delbrück déclara, en effet, au Reichstag, il y a quelques années, que le Gouvernement n'entendait, en aucune façon, diriger les capitalistes vers des emplois de fonds déterminés d'avance, mais qu'il voulait, au contraire, laisser les capitaux disponibles libres de se placer de la façon la plus avantageuse. Un libéralisme aussi nettement affirmé peut paraître contraire à l'orientation générale de la politique allemande dans tous ses domaines; il semblera moins étrange si l'on veut bien se rendre compte que la richesse principale de l'Allemagne ne réside pas dans son épargne; la quantité relativement faible de capitaux disponibles dans ce pays explique, nous semble-t-il, cette sorte de détachement avec lequel le Gouvernement allemand traite ces

questions financières. Si tel est le fondement de ce fait, qui constitue une anomalie par rapport au tempérament utilitaire de l'Allemand, on comprend d'autant mieux qu'en France, où les capitaux disponibles sont, au contraire, très considérables, le problème puisse se poser avec plus d'acuité.

Cette question de protection, ou même, éventuellement, de prohibition contre les placements étrangers, a ému, en France, non seulement les économistes, mais les gouvernants eux-mêmes.

M. A. Neymarck y répond en termes très précis : « Nous regarderions comme déplorable, dit-il, toute mesure législative qui aurait pour effet de restreindre la liberté de notre marché. Il serait dangereux d'imposer aux autres nations qui peuvent solliciter le concours de nos capitaux des formalités vexatoires et un contrôle soupçonneux qui ne décourageraient peut-être pas les emprunteurs de mauvaise foi, mais qui éloigneraient tous les Etats soucieux de leur dignité. Des mesures de cette nature appelleraient certainement des représailles et fermeraient à nos capitaux des débouchés utiles, nécessaires même, surtout dans les années où se ralentit notre activité industrielle et commerciale. » (1)

D'ailleurs, M. Neymarck se demande comment un contrôle gouvernemental pourrait être réalisé. Il constate que les difficultés seront nombreuses, que

(1) Neymarck, *Op. cit.*, tome III, p. 200.

souvent l'Etat étranger n'acceptera pas les conditions qui lui seront imposées, et que, si, par hasard, il les accepte, l'Etat français, les déclarant suffisantes, assumera par là une responsabilité qui pourra être très lourde. M. Neymarck conclut en ces termes : « A quelque point de vue que nous nous placions, l'intervention de l'Etat par des mesures législatives ne peut être que pernicieuse dans la plupart des cas, inefficace toujours. » Il ajoute que l'intervention diplomatique, pour le cas où l'Etat étranger ne tiendrait pas ses engagements, lui paraît bien délicate, comme pouvant éventuellement dégénérer en un *casus belli,* si bien, dit-il, que « toute échéance de coupons deviendrait une époque redoutable ». En résumé, il se range du côté de la liberté absolue des placements, en raison des difficultés presque insurmontables que présenterait une intervention gouvernementale.

A la Société d'Economie politique nationale, séance du 5 mai 1913 (1), M. Laporte soutenait à peu près la même thèse, pour des motifs à peu près analogues. Il n'a pas confiance en l'efficacité des mesures gouvernementales, et il reste persuadé que les capitaux persisteront toujours à se porter là où ils trouveront le maximum de sécurité et le maximum de rendement.

Déjà, en 1911, à la même société, M. Yves Guyot s'était élevé avec véhémence contre toute inter-

(1) *Economiste français*, numéro du 24 mai 1913.

vention gouvernementale. De quel droit, disait-il, le Gouvernement prendrait-il la direction des capitaux privés? Les a-t-il produits, est-ce qu'ils lui appartiennent? Et l'Etat qui ne sait que dépenser les ressources qui lui sont fournies par les contribuables, qui dépense toujours plus, qui gaspille, qui s'endette, en déterminerait l'emploi? Et M. Yves Guyot, en libre échangiste convaincu, déclare repousser avec énergie tout protectionnisme financier.

Cependant, une conclusion dans le sens de la liberté des placements ne nous satisfait personnellement pas, et nous sommes heureux de voir la tendance actuelle se tourner en pratique vers un certain protectionnisme. C'est ce qui résulte, en effet, d'une déclaration ministérielle formelle à la Chambre des députés. Le 21 décembre 1912, M. Jules Delahaye reprochait au ministre de laisser fuir à l'étranger des capitaux français qui rendraient de précieux services à l'activité nationale. M. Klotz, ministre des finances, répondit en précisant les montants respectifs des valeurs françaises et étrangères admises à la cote dans ces dernières années, ces chiffres montrant le développement des valeurs françaises, et la diminution des titres étrangers sur notre marché. Voici les chiffres donnés par le ministre : « En 1910, dit-il, les admissions à la cote des valeurs étrangères s'élèvent à 3.928 millions et les admissions à la cote de valeurs françaises à 731 millions. En 1911, il n'y a déjà plus que 2.784 mil-

lions de valeurs étrangères (1), et 620 millions de valeurs françaises admises à la cote. Or, en 1912, le total des admissions à la cote des valeurs françaises et étrangères représente 3.400 millions, à peu près comme en 1911; mais la proportion est différente: il n'y a plus que 1.635 millions de valeurs étrangères, tandis qu'il y a 1.782 millions de valeurs françaises admises à la cote pour des entreprises françaises. S'il est intéressant que le capital français aille à l'étranger produire de la richesse dont nous tirerons nous-mêmes bénéfice, il est également indispensable qu'il en reste en France pour servir à de grands travaux publics et à de grandes entreprises qui féconderont le pays et lui permettront de soutenir la lutte contre ses rivaux. » (2)

Ainsi, la déclaration même du ministre reconnaît une tendance vers le protectionnisme, et les chiffres qu'il fournit en donnent déjà la preuve. D'ailleurs, dès le début de 1912, avant que s'affirme cette orientation de notre politique financière, un économiste, M. Chéradame, à propos de l'émission d'un emprunt austro-hongrois, déclarait que l'épargne française ne devait pas travailler à son insu contre la France en vitalisant des Etats obligés, en vertu de la politique générale, d'être ses adversaires, et se servant, ensuite, de notre argent pour s'armer

(1) « Déjà plus est joli ! » s'écria, paraît-il, un député, M. Rouanet, à l'énoncé de ce chiffre encore coquet !

(2) *Journal officiel.* Chambre. Débats, 21 décembre 1912, p. 3442.

contre nous, nos amis, ou nos alliés (1). Et à la séance de la Société d'Economie politique nationale où M. Henry Laporte avait tant conseillé le libéralisme, M. Chéradame répondait que, convaincu de la gravité des événements politiques, il estimait honteux que des capitaux français puissent servir à armer les Etats de la Triplice. « Puisqu'il existe des rivalités entre grandes puissances, disait-il, il faut que, dans la mesure du possible, l'argent français travaille dans le sens des intérêts français. »

De telles opinions, ainsi corroborées par les déclarations et par les actes de notre Gouvernement, sont de nature à nous satisfaire pleinement. A notre avis, nous le répétons, il ne faut pas que l'intérêt particulier fasse oublier l'intérêt général. Nous ne devons pas permettre à des Etats rivaux de se fortifier et de s'organiser grâce à l'apport des capitaux français dont l'exode affaiblit correlativement notre propre pays. On a calculé que, dans la période 1902 à 1912, les valeurs françaises absorbaient, en France, 15 milliards, tandis que les valeurs étrangères absorbent le double. On a calculé également que, pour 1912 seulement, il y avait eu pour 2 milliards d'épargne française placée en valeurs nationales, et 3 milliards et demi, en valeurs étrangères, tandis qu'en Allemagne, où les capitaux disponibles sont moins nombreux, on avait sous-

(1) *Economiste français.* Article cité.

crit pour 3 milliards de francs rien qu'en valeurs allemandes. Ces chiffres sont plus éloquents que les développements les plus habiles : ils nous font toucher du doigt cette vérité essentielle que le Gouvernement ne doit pas, par une coupable faiblesse, laisser fuir à l'étranger des capitaux très utiles pour notre pays. Cette idée, nous l'avons déjà émise, et nous ne cesserons de le répéter ; elle doit être la règle essentielle que l'autorité qui dirige notre marché financier ne doit jamais oublier.

Nous devons, ici, préciser notre pensée : nous ne proposerons pas l'emploi de moyens radicaux de prohibition, car les placements à l'étranger ont des avantages non négligeables ; mais nous pensons qu'il existe des moyens législatifs assez puissants pour modérer cet exode des capitaux français, et en réglementant notamment l'arrivée des valeurs étrangères sur notre marché financier, on pourrait réaliser une première étape dans le sens de cette protection de notre richesse.

Certes, l'internationalisation des capitaux présente des avantages incontestables ; un homme éminent, aux pensées très nobles, M. Jaurès, l'a montrée sous un jour tout particulier, et en a fait un facteur de paix internationale. Il a déclaré à la Chambre des députés (1) que, par l'internationalisation des capitaux, « le capitalisme redoutable pourrait devenir une garantie pour la paix ». Si

(1) Séance du 20 décembre 1911.

l'on peut lier des intérêts, qui, au point de vue international, sont antagonistes, par des chaînes économiques et financières, de manière à produire une compénétration intime entre les capitaux des différents Etats, on comprendra qu'une maille déchirée à cette trame ténue, qui constitue le crédit international, puisse ébranler les intérêts du monde entier. Les nécessités économiques sont presque toujours la cause de ces grands cataclysmes internationaux auxquels on donne pour prétexte des motifs d'ordre moral, ethnique ou diplomatique; par suite, la liaison des intérêts économiques pourra faire hésiter un Etat à prendre l'initiative de déchaîner un conflit international dont toutes les nations souffriront.

Cette thèse est peut-être très juste; du moins, elle ne nous surprend pas chez un homme comme M. Jaurès, apôtre fervent du socialisme internationaliste. Le socialisme qui supprime les frontières, les nations, les intérêts divergents, qui recherche la mise en commun de toutes les forces sociales, pour le plus grand bien de l'humanité, peut très bien réclamer cette liberté de placement des capitaux, considérés comme un puissant facteur de production. Mais cet idéal très beau, très noble, qui peut être réalisable plus tard, n'est encore qu'à l'état d'idéal, qu'à l'état d'utopie, comme diraient certains. En attendant la société nouvelle, il faut modeler les institutions aux cadres de la société actuelle. Puisque le monde est divisé en nations dont les intérêts divergent, et puisque nous appartenons

à l'une d'elles, nous devons concourir au progrès économique de cette nation, en mettant à son service les capitaux dont nous disposons. Malgré la beauté et l'avantage d'une organisation internationaliste, ses partisans eux-mêmes doivent subir les nécessités d'un nationalisme imposé par les circonstances. Et quant à ceux qui recherchent dans des placements à l'étranger, non la réalisation d'une opinion sociale ou économique, mais seulement l'occasion de se procurer un intérêt plus avantageux et des bénéfices plus grands, ils ne doivent pas s'étonner si les gouvernants essaient de les en dissuader et, au besoin, usent de leur autorité pour les empêcher d'agir ainsi contre les intérêts de la France. Il y a, entre le désir d'intervenir dans l'essor économique des pays étrangers et la nécessité de maintenir intacte la principale source d'énergie de notre pays, un juste milieu à tenir, très difficile à trouver, mais dont la recherche ne doit pas rebuter des gouvernants soucieux de leur tâche.

III

Formalités de l'admission

Les développements qui précèdent ont démontré, une fois de plus, cette idée que nous ne devons pas perdre de vue, savoir, l'utilité de la réglementation de l'admission, et la nécessité de ne pas laisser absolument libre l'accès de notre marché financier.

Voyons donc maintenant quelles formalités sont

imposées en vue d'obtenir l'admission à la cote officielle des fonds publics d'un Etat étranger.

L'aperçu historique donné au début de cet ouvrage nous a montré que l'admission des fonds d'Etats étrangers était autorisée depuis l'ordonnance du 18 novembre 1823, dont nous avons donné plus haut le texte. Nous avons également cité la lettre ministérielle du 12 août 1873, rappelant formellement que la Chambre syndicale partage son droit d'action avec le Gouvernement dans des proportions que nous aurons à établir. Quant à la circulaire du 12 février 1880, elle déclare, en termes formels, que « rien n'est changé aux lois et règlements applicables aux fonds d'Etats étrangers ». Il en résulte, évidemment, que la législation ancienne demeure toujours en vigueur.

C'est la Chambre syndicale qui intervient la première, et qui, la première, donne son avis. Comme en matière de valeurs françaises, l'Etat émetteur doit adresser au syndic des agents de change une demande d'admission sans formule obligatoire. A cette demande, doit être joint un dossier, lequel doit renfermer un certain nombre de pièces qui sont indiquées dans des instructions fournies par la Chambre syndicale aux intéressés (1).

Voici les pièces et renseignements à fournir :

a) « Lois ou décrets qui ont créé ou autorisé l'em-

---

(1) C'est l'article 155 *in fine*, précité, du règlement général, qui reconnaît à la Chambre syndicale le droit de réclamer ces pièces.

prunt. » Ces documents permettent à la Chambre syndicale de s'assurer que l'emprunt a été émis dans des conditions régulières, au point de vue du droit constitutionnel et administratif de l'Etat étranger.

b) « Certification, par l'autorité consulaire établie en France, que la valeur est cotée officiellement dans son pays d'origine, à moins qu'il n'y existe pas de Bourse officielle, auquel cas le fait serait constaté par le certificat; cette certification, traduite en français, s'il y a lieu, doit être dûment légalisée par le ministère des affaires étrangères, à Paris. » Il y a, dans cette exigence de la part de la Chambre syndicale, le désir de s'assurer que l'emprunt est considéré, dans le pays d'origine, comme régulier, solide, et digne d'intéresser les capitalistes nationaux.

c) « Spécimen des titres provisoires ou définitifs, avec indication des coupures, s'il y en a, et dans ce cas, des numéros afférents à chacune d'elles. » Ces renseignements sont de nature à intéresser les agents de change, en vue de faciliter l'identification des titres, objets des négociations.

Disons ici que ces trois catégories de documents doivent être fournies en double, l'un des exemplaires restant à la Chambre syndicale, l'autre allant aux archives du ministère des finances; nous verrons plus loin le motif de cette exigence. Les pièces qui suivent n'y sont pas soumises.

d) « Indication du taux d'émission, de la libéra-

tion actuelle des titres, des époques de jouissance, de la jouissance courante. »

e) « Engagement de fournir à la Chambre syndicale 200 listes de chaque tirage, s'il y a lieu ; les dites listes devant contenir, intercalés en caractères ou couleurs différents, les numéros des titres sortis antérieurement et non présentés au remboursement. »

f) « Engagement de procéder, sur simple demande appuyée d'un jugement de la Chambre syndicale, à l'échange des titres qui, en raison de leur état matériel, ne pourraient pas être admis dans les livraisons. » En matière de valeurs françaises, nous avons déjà vu que la Chambre syndicale exigeait des pièces identiques à celles qui sont citées dans les trois catégories ci-dessus pour l'admission des fonds d'Etats étrangers. Les motifs de ces exigences ayant été déjà donnés, nous n'y reviendrons pas ici.

g) « Indication de la caisse chargée, à Paris, du service des titres et des coupons. » Un Etat étranger charge, généralement, un établissement de crédit situé en France de payer aux porteurs français les arrérages des rentes. Il arrive même qu'il affecte un gage au banquier faisant le service de l'emprunt. C'est ainsi que le 3 1/2 0/0 ottoman tribut d'Egypte est gagé par le tribut annuel que paie l'Egypte à la Turquie, mais avec cette particularité que ce tribut est encaissé directement par la maison Rothschild, qui fait le service de l'emprunt. C'est ainsi également que le 5 0/0 Maroc 1904 est

garanti par les douanes marocaines, dont le produit est perçu par le délégué des banquiers qui font le service de l'emprunt. On comprend donc, étant donné le rôle important joué par le banquier faisant le service des titres et des coupons, qu'il y ait intérêt à fournir à la Chambre syndicale, en même temps que la demande d'admission, l'indication du banquier appelé à jouer ce rôle.

h) « Traductions françaises en due forme de toutes pièces produites en langues étrangères. » C'est en vue d'éviter toute contestation sur la signification des documents fournis.

i) « Les titres doivent être en règle à l'égard des droits du Trésor. » Nous aurons l'occasion de nous expliquer plus loin en détail sur ce dernier point.

Telle est la composition que doit présenter le dossier. Munie de ces pièces, la Chambre syndicale délègue ses pouvoirs à un de ses membres qui procédera à une enquête, vérifiant, notamment, si les pièces remises sont régulières, si les opérations paraissent sérieuses et semblent devoir être en nombre suffisant pour créer un cours véritable ; le tout, conformément à la lettre ministérielle du 12 novembre 1825 que nous avons déjà citée. Le délégué de la Chambre syndicale, ayant pris tous ses renseignements, dépose un rapport, et la Chambre, en présence de ses conclusions, délibère, vote et prend une décision ; c'est là un simple avis, nullement définitif.

En effet, tout n'est pas terminé : la Chambre syndicale doit en référer au Gouvernement, et pour

cela, elle enverra au ministre des finances, en même temps que la décision qu'elle a prise, un certain nombre de renseignements pris au dossier parmi les pièces qui, nous l'avons déjà dit, ont dû être fournies en double. Cette communication au Gouvernement constitue l'exécution de la formule contenue dans l'article 135 du règlement général, qui donne à la Chambre syndicale le droit d'arbitrer l'admission « sous l'autorité du ministre des finances ».

Cette formule, très obscure, est faiblement éclairée par la lettre ministérielle du 12 août 1873, où il est dit : « Il est nécessaire que le ministre des finances et le ministre des affaires étrangères soient mis à même d'apprécier, l'un au point de vue des intérêts du Trésor, l'autre au point de vue de l'intérêt politique, s'ils n'ont point de motifs de s'opposer à l'inscription sur la cote officielle de fonds publics étrangers dont la Chambre syndicale, au point de vue de l'intérêt public, aurait jugé la négociation utile et opportune. »

Voici déjà qui précise un peu les formes de cette intervention gouvernementale. On le voit, aucun texte formel ne donne, sur ce point, des renseignements détaillés ; il n'y a qu'un pouvoir d'appréciation de la part du Gouvernement ; on s'en remet aux impressions personnelles des ministres compétents, chacun d'eux se plaçant à son point de vue spécial. Il y a sur ce point un certain flottement contre lequel plusieurs auteurs se sont élevés. « Il

serait intéressant, dit l'un d'eux (1), de connaître les conditions dans lesquelles s'exerce le droit du ministre des finances d'autoriser ou de refuser l'admission à la cote des fonds d'Etats étrangers. Malheureusement, il plane sur ce point essentiel une obscurité des plus regrettables. On voudrait savoir, par exemple, si le ministre s'inspire exclusivement de considérations se rattachant à notre politique étrangère, ou s'il considère, en outre, qu'il a pour mission de défendre l'épargne. Examine-t-il la sécurité et l'avenir des placements? Etudie-t-il le dessous des affaires? Veut-il savoir quels bénéfices se réservent les banquiers, quel est leur prix d'achat et leur prix d'émission? S'il y a bénéfice normal ou excessif? Nul ne peut répondre à ces questions, à part quelques intéressés ou initiés. »

On s'était quelque peu ému, à la Chambre, de cette incertitude. M. Lemire interpella le Gouvernement au sujet de la protection de l'épargne, et l'amena à préciser les formes de son intervention (2). Voici ce que déclara M. Stéphen Pichon, ministre

---

(1) Lysis. Contre l'oligarchie financière. *La Revue*, 1er novembre 1906.

(2) *Journal officiel*. Chambre. Débats, séance du 13 janvier 1911, p. 31. Le député Lemire déclare développer son interpellation parce qu'il a lu, dans le rapport de M. Deschanel sur le budget des affaires étrangères, que nos capitaux se portaient à l'étranger et que, du 1er juillet 1909 au 30 juin 1910, le capital nominal des valeurs américaines admises à la cote (Etats-Unis et Canada exceptés) s'élevait à 1 milliard 398.237 francs.

des affaires étrangères : « Lorsque, dit-il, une demande d'emprunt, avec admission à la cote, est faite en France, le rôle du ministre des affaires étrangères se borne d'abord à faire savoir à M. le ministre des finances, s'il a des objections d'ordre politique ou diplomatique à opposer à l'admission à la cote de l'emprunt, et ensuite à lui transmettre les informations d'ordre financier qu'il a reçues de ses agents sur les conditions dans lesquelles l'affaire se présente. Le ministre des affaires étrangères ne fait pas autre chose ; il n'est pas appelé à émettre une opinion sur les conditions financières de l'affaire, parce que, pour cela, il n'a ni la compétence ni l'autorité nécessaires. C'est le ministre des finances qui apprécie. » M. Pichon, prenant comme exemple les Etats de l'Amérique du Sud, explique ensuite que, pour les Etats vis-à-vis desquels le ministre des affaires étrangères peut exercer une certaine pression diplomatique (1), celui-ci est questionné directement, pour qu'il puisse formuler, s'il y a lieu, des objections d'ordre politique ; au contraire, pour les Etats vis-à-vis desquels il n'a aucun recours possible (2), il se borne à transmettre sans formuler la moindre opinion, les renseignement d'ordre financier qu'il reçoit de ses agents. M. Pichon termine en ces termes : « La responsabilité du ministre des affaires étrangères se trouve donc limitée aux points très précis que je viens d'in-

(1) Ce sont les Etats dits « fédéraux ».
(2) Ce sont les Etats dits « locaux ».

diquer, et c'est au ministre des finances qu'il appartient de juger, d'après les informations qu'il possède, et celles qu'il reçoit par l'intermédiaire des agents du ministère des affaires étrangères, si l'Etat local ou fédéral donne des garanties suffisantes dans le présent et dans l'avenir pour que l'admission soit autorisée. »

La déclaration officielle que nous venons de citer nous a permis de préciser de quelle façon et à quel point de vue se manifeste l'intervention gouvernementale. Que se passe-t-il ensuite?

Le Gouvernement, ayant pris toutes ses informations, fait connaître son avis. La décision qu'il prend et qu'il communique à la Chambre syndicale, peut se manifester sous deux formes: ou bien il rendra un « avis favorable », dont la conséquence sera qu'il ne s'oppose pas à l'admission; ou bien, exerçant le droit de veto dont il jouit, le Gouvernement refusera catégoriquement de laisser admettre la valeur à la cote.

Que peut-il résulter de ces deux décisions possibles? Il est certain que le droit de veto du Gouvernement est absolu; quelle qu'ait été la décision antérieure de la Chambre syndicale, si le Gouvernement oppose son veto, la Chambre syndicale doit s'incliner. Quant à l'avis favorable, il équivaut, en pratique, à une véritable autorisation, puisque cet avis est nécessaire, préalablement à l'admission. Mais, malgré un avis favorable, la Chambre syndicale n'est pas liée, et elle reste absolument maîtresse d'admettre ou non la valeur à

la cote. Le Gouvernement ressemble, ici, à ces corps consultatifs de notre rouage administratif qui fournissent de simples avis qu'on n'est pas obligé de suivre. En pratique, l'avis favorable du Gouvernement est fréquemment suivi par la Chambre syndicale ; mais théoriquement, cette dernière reste entièrement libre, et quelle que soit sa décision définitive, le Gouvernement n'a aucune objection à soulever.

Le ministre n'absorbe donc pas la Chambre syndicale ; ils ont l'un et l'autre un domaine spécial ; chacun se meut dans des sphères différentes ; la Chambre syndicale tranche des questions de Bourse et de finance, le Gouvernement tranche des questions d'ordre politique et diplomatique. Bien que subordonnée dans une certaine mesure à l'avis du mnistre, puisqu'un avis défavorable de la part de celui-ci équivaut, en fait, à une défense de coter, la Chambre syndicale conserve, néanmoins, un certain pouvoir d'appréciation, qui, nous le verrons plus loin, peut même aller jusqu'à engager sa responsabilité (1).

Avant d'abandonner l'étude des fonds d'Etats étrangers, répondons à une question qu'on s'est quelquefois posée : Si un Etat étranger justifie que

(1) M. l'avocat général Desjardins, dans ses conclusions rapportées en note de l'arrêt de cassation du 4 décembre 1877 (Dall., 1878-I-251), a très nettement précisé l'influence que peut avoir la décision gouvernementale sur l'opinion formulée par la Chambre syndicale.

notre rente française est cotée sur son marché officiel, ne pourra-t-il pas se fonder sur cette réciprocité pour réclamer de plein droit l'admission de ses titres à la cote de notre Bourse? et le ministre des finances ne sera-t-il pas, dans cette hypothèse, entravé dans sa liberté d'appréciation? Nous estimons que les autorités qui dirigent notre marché conservent, dans tous les cas, une liberté complète; la législation actuelle impose, tant au Gouvernement qu'à la Chambre syndicale, un examen précis et un contrôle sévère, préalablement à toute admission à notre Bourse; or, tout ceci serait supprimé en fait si un principe de réciprocité pouvait lier, dans une mesure quelconque, la décision de ces autorités. Ce serait, d'ailleurs, la porte ouverte à une fraude bien facile: des Etats aux budgets instables n'auraient qu'à créer un embryon de marché financier, à la cote duquel ils inscriraient, en première ligne, nos rentes françaises et, munis de ce document, ils viendraient exiger, pour leurs emprunts, un traitement analogue à la Bourse de Paris. Et si l'on voulait leur objecter l'infériorité de leur marché financier sur le nôtre, qui ne voit les difficultés pratiques, et peut-être les troubles diplomatiques qui pourraient en résulter? Le retrait de la cote, qui constitue la sanction dont est frappé l'Etat qui manque à ses engagements, ne pourrait même pas servir de menace et de contrainte à un Etat dont les fonds sont admis sur notre marché par application du principe de réciprocité. Enfin, s'il fallait fournir, à l'appui de notre

opinion, une justification nouvelle, nous ferions remarquer que le principe de réciprocité n'est écrit nulle part, et que, lorsque, par hasard, on a voulu l'appliquer, on l'a manifesté en termes formels, notamment dans le traité de commerce franco-belge du 1er mai 1861, dont nous avons déjà parlé. Donc, en l'absence de toute disposition légale, nous ne voyons pas pourquoi les théoriciens voudraient imposer à la pratique une obligation qui n'a que des inconvénients, et aucun avantage corrélatif.

Section II

VALEURS ÉTRANGÈRES AUTRES QUE LES FONDS D'ETATS

Les notions historiques fournies dans notre première partie nous ont fait aboutir au décret du 6 février 1880, partiellement modifié par celui du 1er décembre 1893. Ces deux textes constituent, en effet, la source de notre législation actuelle. Par suite, après avoir jeté un coup d'œil rapide sur l'introduction dans notre cote des diverses valeurs étrangères, nous étudierons, à l'aide de ces deux décrets, les formalités mêmes qui régissent l'admission.

I

De l'apparition sur notre marché de différentes valeurs étrangères

Jusque vers 1845, les valeurs de sociétés et compagnies étrangères sont exclues de notre marché officiel, et, à cette époque, les premières valeurs qui y font leur apparition ne s'y maintiennent que

par simple tolérance. M. Raphaël-Georges Lévy (1) signale principalement à cette époque, les titres émis par des compagnies de chemins de fer. C'est qu'en effet, vers 1845, s'établissent les premières voies ferrées en France et à l'étranger, et nous voyons coter, sur notre marché, les titres de la Société rhénane du chemin de fer de Cologne à la Belgique, du chemin de fer d'Anvers-Gand, de Charleroi-Erquelines, de la Compagnie Anglo-Belge, etc...

L'industrie se développant et surtout la cote se trouvant légitimement ouverte aux titres des sociétés étrangères par les décrets du 22 mai 1858 et du 16 août 1859, apparaissent alors beaucoup d'autres valeurs. On signale, parmi les valeurs minières : les mines algériennes de Mouzaïa, la Compagnie des charbonnages belges, les mines de zinc de la Vieille-Montagne, en Belgique, et de Stolberg, en Westphalie. Les grands établissements de crédit font également leur apparition avec les actions de la Société impériale et royale autrichienne de crédit pour le commerce et l'industrie, de la Compagnie générale de crédit d'Espagne, de la Banque du commerce et de l'industrie de Darmstadt, de la Société générale belge. Les compagnies étrangères de chemins de fer, qui recouraient, en même temps, et à nos ingénieurs et à nos capitaux, multiplient leurs titres sur notre marché ; c'est ainsi qu'on y trouve des chemins de fer russes, hongrois,

(1) R.-G Lévy. Article cité. *Revue des Deux-Mondes*, mars 1897, page 423.

lombards-vénitiens, romains, portugais, espagnols, etc., etc. Enfin, dans la catégorie dite des valeurs diverses, venaient se ranger les Gaz de Florence, de Venise, de Naples, de Padoue, de Bilbao, de Malaga, de Bruxelles, les Glaces d'Aix-la-Chapelle, les Canaux Cavour, en Italie, et de l'Ebre, en Espagne.

Si, abandonnant les considérations rétrospectives, nous étudions la situation actuelle, nous verrons que l'extension du marché des valeurs étrangères ne s'est pas ralentie, mais que le progrès s'affirme au contraire, et qu'aujourd'hui, figurent à notre cote des valeurs de presque tous les pays. Il ne nous paraît pas inutile, dans une étude sur la cote officielle, d'en fournir quelques exemples pris parmi les valeurs les plus connues et les mieux cotées.

La Russie est représentée sur notre marché par de nombreuses obligations de chemins de fer garantis par le Gouvernement impérial russe ; mais comme, vis-à-vis de certaines compagnies, le Gouvernement russe a substitué à cette simple garantie une véritable intervention, il en résulte que certaines obligations de chemins de fer russes figurent à notre cote officielle sous la rubrique des fonds d'Etats étrangers (1). Les valeurs industrielles sont également assez nombreuses et l'on

(1) Cette situation est assimilable à celle des obligations de la Compagnie française des chemins de fer de l'Etat, qui figurent à la cote officielle sous la rubrique « Fonds d'Etat français ».

peut citer dans ce groupe les Usines de Briansk, les Charbonnages de Soznovice, les actions de l'industrie houillère et métallurgique du Donetz, de l'industrie houillère de Russie méridionale, etc. Beaucoup d'autres valeurs russes se négocient sur le marché libre, notamment les Houillères et Mines de Briansk (1), les forges et aciéries du Donetz, etc., etc.

Les valeurs espagnoles figurent sur notre cote dans un assez bon rang. Les compagnies de chemins de fer sont représentées, notamment, par des actions ou obligations des compagnies de Saragosse à Madrid, d'Andalousie, du Nord de l'Espagne, se négociant toutes au comptant et à terme, ou encore par les valeurs Madrid à Caceres, Est de l'Espagne, Ouest de l'Espagne, etc., se négociant au comptant seulement. On peut signaler aussi de nombreux titres de sociétés industrielles : Compagnie générale madrilène d'Electricité, Compagnie madrilène de Gaz, et des valeurs minières, principalement les mines de cuivre de Rio-Tinto ; une valeur similaire à cette dernière, la Tharsis, ne se négocie qu'en coulisse.

L'Autriche nous fournit des valeurs de chemins de fer qu'on considérait comme assez solides, et quelques titres d'établissements de crédit, notamment la Banque des Pays autrichiens, le Crédit foncier d'Autriche, le Crédit foncier du royaume de Hongrie.

Le Portugal nous offre quelques obligations de

(1) A ne pas confondre avec l'usine de Briansk.

chemins de fer et quelques valeurs industrielles assez rares, comme les Tabacs de Portugal.

Si, abandonnant l'Europe, nous passons dans le Nouveau Monde, nous trouverons qu'ici encore les appels à notre épargne sont nombreux: Au Canada, par exemple, appartiennent les actions du Crédit foncier franco-canadien. Aux Etats-Unis, appartiennent plusieurs valeurs de chemins de fer (Central Pacific Railway; Chicago-Milwaukee and Saint-Paul Railway; Cleveland-Cincinnati, Chicago and Saint-Louis Railway). Les titres brésiliens de Sao-Paulo et Rio-Grande sont assez connus. On peut citer aussi les actions de la Banque Nationale du Mexique, et pour la République Argentine, quelques valeurs émises par des Banques (Banquo el Hogar Argentino) ou valeurs de traction (Compagnie Générale des Tramways de Buenos-Ayres).

L'énumération très incomplète que nous venons de fournir nous permet d'affirmer qu'en matière de valeurs industrielles, commerciales, minières ou autres, presque tous les pays du monde sont représentés sur notre marché. L'Allemagne seule est exclue, pour des motifs diplomatiques ou patriotiques faciles à comprendre. Les quelques titres allemands qui peuvent être détenus par des rentiers français ont été probablement acquis par eux sur des places étrangères ou bien ont été maintenus depuis très longtemps dans leur portefeuille. Mais, actuellement, aucune valeur allemande ne se négocie ouvertement en France sur notre marché officiel.

Après l'exposé que nous venons de faire sur les principales valeurs étrangères admises à notre cote, nous pourrions chercher à expliquer la présence, sur notre marché, d'un aussi grand nombre de ces valeurs. Mais l'examen d'une telle question risquerait de nous entraîner hors des limites de notre sujet. Nous ne pouvons, néanmoins, passer complètement sous silence les principaux motifs que les économistes donnent généralement pour expliquer ce phénomène. On l'attribue d'abord à la puissance énorme d'épargne de notre pays, qui, même après avoir satisfait aux demandes de capitaux pour les entreprises nationales, conserve encore un solde qui peut faire face aux sollicitations de l'étranger. On l'explique aussi par le désir, de la part du capitaliste, de diviser les risques de perte que présentent inévitablement tous les placements : en effet, en partageant ses fonds entre des valeurs de plusieurs pays, éloignés les uns des autres et possédant chacun des industries différentes, une politique nationale et économique particulière, le capitaliste s'assure contre les fluctuations inconsidérées du marché, car il est infiniment peu probable que des titres aussi divers puissent être atteints tous, au même moment, par un cataclysme financier. C'est là, à notre avis, une cause très efficace du développement des valeurs étrangères en France. Mais ce fait s'explique encore par la politique fiscale vers laquelle le Gouvernement français s'oriente depuis quelques années : le projet d'un impôt sur le revenu perçu au

moyen de procédés, que certains ont qualifiés d'inquisitoriaux, a déterminé une évasion fiscale très intense; malgré les critiques adressées à ce projet, les principes d'équité et de justice qui l'inspirent apparaissent incontestables, même aux yeux de ses détracteurs, qui, ne pouvant en blâmer les fondements, s'attaquent aux modalités de son exécution; ce projet a incontestablement déterminé une fuite de capitaux; mais ceci démontre simplement que les lois n'ont de valeur qu'autant que le public veut bien les respecter et s'y soumettre et qu'en matière financière et fiscale, le rentier recherche son propre intérêt, plutôt que les intérêts de tous.

II

Formalités de l'admission

Puisque nous avons des capitaux placés dans la plupart des pays, comment, et à la suite de quelles formalités, ces valeurs étrangères obtiennent-elles l'accès à notre cote officielle?

Ces formalités assez complexes obéissent sensiblement aux mêmes principes que celles qui sont imposées aux autres catégories de titres que nous connaissons déjà. S'il fallait, ici, les résumer, avant d'en détailler l'étude, nous ne saurions mieux faire que de rappeler les termes de la lettre ministérielle du 16 octobre 1872 que nous avons déjà citée, et dans laquelle le ministre des finances déclare: « Il est bien entendu que c'est toujours à la Chambre syndicale qu'il appartient d'admettre les valeurs étrangères aux négociations de la

Bourse; elle seule peut le faire en connaissance de cause; et d'ailleurs, elle seule a qualité pour le faire. Mais, après avoir prononcé l'admission en principe, elle ne doit procéder à l'inscription au *Bulletin officiel* qu'après avoir pris l'avis de mon département. » Cette circulaire montre donc que deux autorités concourent simultanément à prononcer ou à refuser l'admission.

C'est le décret du 6 février 1880, qui constitue le principal document réglementant l'admission. Nous croyons utile, vu l'importance de ce décret, d'en donner le texte complet:

« Le Président de la République française;

» Sur les rapports des ministres des travaux publics et finances;

» Vu l'ordonnance royale du 29 mai 1816, qui place dans les attributions du ministre des finances la Compagnie des agents de change de la ville de Paris;

» Vu le décret du 2 juillet 1862, qui rattache aux attributions du ministre des finances les agents de change intitués près des Bourses départementales pourvues d'un parquet;

» Vu le décret du 22 mai 1858, concernant la négociation, en France, des valeurs des compagnies étrangères;

» Vu le décret du 16 août 1859, qui modifie l'article 4 du décret du 22 mai 1858, précité;

» Vu la loi du 23 juin 1857, établissant un droit de transmission pour les actions et obligations des sociétés, compagnies et entreprises françaises et

étrangères, et notamment l'article 9 de ladite loi;

» Vu le décret du 17 juillet 1857, portant règlement pour l'exécution de la loi du 23 juin précédent;

» Vu l'article 11 de la loi du 16 septembre 1871, modifiant le taux du droit de transmission;

» Vu la loi du 30 mars 1872, relative aux droits établis sur les titres émis par les villes, provinces et établissements publics étrangers;

» Vu le décret du 24 mai 1872, portant règlement pour l'exécution de la loi du 30 mars précédent;

» Vu la loi du 29 juin 1872, relative à l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières;

» Vu le décret du 6 décembre 1872, portant règlement pour l'exécution de la loi du 29 juin précédent;

» Vu l'article 5 de la loi du 21 juin 1875 qui assujettit à l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières établi par la loi du 29 juin 1872, les lots et primes de remboursement attachés aux obligations et autres titres d'emprunt;

» Vu le décret du 15 décembre 1875, portant règlement pour l'exécution de l'article 5 de la loi du 21 juin 1875;

» Le Conseil d'Etat entendu,

» Décrète :

» Article Premier. — Les Chambres syndicales des agents de change, à Paris ou dans les départements, accordent, refusent, suspendent ou interdisent la négociation, à leurs Bourses respectives,

des actions, obligations, titres d'emprunts, quelle que soit, d'ailleurs, leur dénomination, émanant de sociétés, compagnies, entreprises, corporations, villes, provinces étrangères et tous autres établissements étrangers.

» Article 2. — La Chambre syndicale près la Bourse où l'admission d'une valeur étrangère est demandée, se fait remettre les pièces et justifications suivantes : 1° les actes publics ou privés, statuts, cahiers des charges, etc., en vertu desquels cette valeur a été créée dans son lieu d'origine ; — 2° la certification, par l'autorité consulaire établie en France que ces actes sont conformes aux lois et usages de leur pays d'origine et que la valeur est officiellement cotée dans ledit pays, à moins qu'il n'y existe pas de Bourse officielle, auquel cas, le fait serait constaté par le certificat ; — 3° la justification de l'agrément, par le ministre des finances, d'un représentant responsable du paiement des droits du Trésor (1).

» Article 3. — La Chambre syndicale peut demander, en outre, toutes pièces justificatives et renseignements qu'elle juge nécessaires.

» Article 4. — Les actions admises à la cote ne peuvent être de moins de cent francs, lorsque le capital des entreprises n'excède pas deux cent mille francs, ni moins de cinq cents francs, si le

---

(1) Le décret du 10 août 1896 autorise le ministre des finances à donner délégation, pour l'agrément du représentant responsable, au directeur de l'Enregistrement des Domaines et du Timbre.

capital est supérieur à deux cent mille francs. Elles doivent être libérées jusqu'à concurrence du quart.

» Article 5. — Le ministre des finances peut toujours interdire la négociation, en France, d'une valeur étrangère.

» Article 6. — Sont abrogés les décrets des 22 mai 1858 et 16 août 1859, concernant la négociation, en France, des valeurs étrangères. » (1)

La loi du 1er août 1893, ayant abaissé le minimum du capital des actions des sociétés françaises, l'article 4 du décret ci-dessus n'était plus en harmonie avec cette loi. Le décret du 1er décembre 1893 a donc modifié cet article 4, soumettant les actions des sociétés étrangères au même régime que celles des sociétés françaises. Voici son texte :

« Le Président de la République française,

» Sur le rapport du ministre des finances ;

» Vu le décret du 6 février 1880, concernant la négociation, en France, des valeurs étrangères ;

» Vu l'article 81 du décret du 7 octobre 1890, portant règlement d'administration publique pour l'exécution de l'article 90 du Code de commerce et

---

(1) Le décret de 1880 reproduit un certain nombre de dispositions qui se trouvaient renfermées dans les décrets des 22 mai 1858 et 16 août 1859. C'est ainsi que nous retrouvons la nécessité de fournir une copie authentique des actes de l'autorité qui ont contribué à la formation de la société, ainsi que des statuts, cahier des charges et autres documents. Nous retrouvons également l'exigence d'un certificat constatant que les titres en question étaient admis à la Bourse de leur pays, et l'obligation de remplir certaines conditions de libération.

de la loi du 28 mars 1885 sur les marchés à terme;

» Le Conseil d'Etat entendu;

» Décrète:

» Article premier. — L'article 4 du décret du 6 février 1880 est modifié ainsi qu'il suit: « Les actions admises à la cote ne peuvent être de moins de 25 francs, lorsque le capital des entreprises n'excède pas deux cent mille francs, ni de moins de cent francs, si le capital est supérieur à deux cent mille francs. Elles doivent être libérées de 25 francs lorsqu'elles sont inférieures à cent francs et, au moins, jusqu'à concurrence du quart, lorsqu'elles sont supérieures à cent francs. »

Telles étant les dispositions légales, voyons comment on opère dans la pratique?

La société qui veut obtenir l'admission adresse au syndic des agents de change une demande sans formule obligatoire. A l'appui de cette demande, et par application de l'article 3 du décret précité, la société requérante doit constituer un dossier contenant un certain nombre de pièces et renseignements divers. Les instructions en fournissent l'énumération; nous allons les indiquer sommairement:

a) « Actes publics ou privés, statuts, cahiers des charges, etc., en vertu desquels la valeur a été créée dans son lieu d'origine; avec traductions françaises, en due forme, de toutes pièces produites en langue étrangère. »

b) « Certification, par l'autorité consulaire établie en France, que ces actes sont conformes aux lois et usages de leur pays d'origine et que la valeur

est cotée officiellement dans ledit pays, à moins qu'il n'y existe pas de Bourse officielle, auquel cas le fait serait constaté par le certificat. Cette certification, traduite en français, s'il y a lieu, doit être dûment légalisée par le ministre des affaires étrangères. » La cotation à la Bourse d'un pays étant comme une sorte de recommandation pour les nationaux, on comprend très bien que la cotation exigée ici à la Bourse du pays d'origine puisse constituer une garantie de sécurité non négligeable.

c) « Spécimen des titres provisoires ou définitifs, avec indication des coupures, s'il y en a, et, dans ce cas, des numéros afférents à chacune d'elles. »

d) « Justification de l'agrément par le ministre des finances d'un représentant responsable du paiement des droits du Trésor. » (1) C'est dans le décret du 17 juillet 1857 que se trouve mentionnée, pour la première fois, l'institution de ce représentant. Le décret du 6 décembre 1872 en donne la confirmation expresse. Ces dispositions réglementaires sont ratifiées par une disposition légale, l'article 12 de la loi du 13 avril 1898 ainsi conçu : « L'amende prévue à l'article 3 de la loi du 25 mai 1872 est applicable à toute personne qui effectue, en France, l'émission, la mise en souscription, l'exposition en vente, ou l'introduction sur le marché de titres étrangers..... et à toute personne qui

(1) A. Wahl. Le représentant responsable des sociétés étrangères vis-à-vis du fisc. Clunet, 1899, p. 913. — B.-P. Dauphin. Ouvrage cité, p. 27.

fait le service financier de ces mêmes titres....., tant qu'un représentant responsable du droit de timbre, de transmission et de l'impôt sur le revenu, dont ces titres sont redevables, n'aura pas été agréé. » Ce texte, en même temps qu'il formule la nécessité absolue d'un représentant, indique que c'est en vue du paiement des droits dus au Trésor. Nous étudierons ce sujet plus loin (1), en considérant le point de vue fiscal. Disons seulement, au point de vue spécial qui nous occupe maintenant, que si l'admission à la cote n'est pas obtenue, le représentant responsable, une fois engagé, reste tenu, pendant tout le temps de son engagement, du moment que le titre continue à circuler en France. Il ne pourrait en être autrement croyons-nous, qu'en cas de stipulation formelle. Ajoutons que, dans la pratique, étant donné que le ministre des finances délègue au directeur général de l'Enregistrement le droit d'agréer le représentant (2), il suffira de mettre dans le dossier la lettre adressée à la partie intéressée par ce fonctionnaire, et dans laquelle l'acceptation du représentant sera formulée expressément.

e) « Taux d'émission. »

f) « Etat de la libération actuelle ». On se souvient que la loi impose des conditions de libération des titres admis.

g) « Epoque de jouissance. »

---

(1) Troisième partie. Chapitre III.
(2) Décret du 10 août 1896.

h) « Jouissance actuelle. »

i) « Indication de la caisse chargée, à Paris, du service des titres et des coupons. »

j) « Engagement d'avoir toujours une caisse chargée, à Paris, du service des titres et des coupons et du remboursement des titres sortis au tirage. »

k) « Engagement de fournir à la Chambre syndicale deux cents listes de chaque tirage, s'il y a lieu; lesdites listes devront être du format du *Bulletin des oppositions* (32 cm. sur 22), et contenir, intercalés en caractères ou couleurs différents, les numéros des titres sortis antérieurement et non encore présentés au remboursement. »

l) « Engagement de faire parvenir à la Chambre syndicale un compte rendu (en langue française) de chacune des assemblées générales que pourra tenir la société. »

Le dossier étant ainsi constitué, la Chambre syndicale l'examine. Elle recherchera, notamment, si toutes les conditions d'émission et de négociabilité, si toutes les exigences fiscales sont satisfaites. Un rapport sera rédigé par un membre de la Chambre syndicale, et la Chambre votera sur ses conclusions. Elle pourra librement refuser l'admission; elle pourra, au contraire, conclure à l'acceptation; mais il faut observer qu'ici, son droit n'est pas absolu.

Le ministre des finances jouit, en effet, comme en matière de fonds d'Etats étrangers, d'un droit d'intervention et de veto. Ce droit est énoncé for-

mellement dans l'article 5 du décret du 6 février 1880. « Le ministre des finances peut toujours interdire la négociation, en France, d'une valeur étrangère. » Comment cette intervention s'exerce-t-elle dans la pratique?

M. Magnin, ministre des finances, dans une lettre ministérielle, en date du 12 février 1880, adressée au syndic des agents de change, au sujet de l'application du décret du 6 février 1880, s'exprime en ces termes : « L'article 2 du décret détermine les justifications que les Chambres syndicales auront à exiger préalablement à l'admission d'une valeur étrangère. Bien qu'en principe, il appartienne aux Chambres syndicales, seules, de s'assurer de la régularité de ces justifications, je désire qu'il en soit fourni un double à mon administration pour être déposé dans ses archives. Vous voudrez donc bien joindre aux décisions que vous seriez dans le cas de soumettre à mon approbation, une expédition ou une copie certifiée de chacune des pièces énoncées dans l'article 2 du décret. » L'obligation de fournir ces pièces en double, qui n'était pas mentionnée dans le décret du 6 février 1880, est donc très nettement formulée dans la circulaire ministérielle qui l'interprète. Il en résulte que la Chambre syndicale devra joindre à la décision qu'elle aura prise, relativement à la demande d'admission, une copie des statuts et cahiers des charges, du certificat établi par l'autorité consulaire constatant que la valeur est cotée dans son pays d'origine, enfin une copie de la pièce constatant

qu'un représentant responsable a été agréé par l'autorité déléguée à cet effet. Toutes ces pièces devant figurer en double au dossier, la Chambre syndicale n'aura qu'à en extraire un des deux exemplaires qu'elle fera parvenir au ministère des finances.

Le ministre des finances, muni de ces renseignements, émettra son avis, après avoir pris celui du ministre des affaires étrangères, relativement à l'admission ou à la non-admission. Son droit s'exerce parallèlement à celui de la Chambre syndicale dans des conditions absolument identiques à celles que nous avons décrites, dans la section précédente, à propos des fonds d'Etats étrangers. On demande, en somme, au Gouvernement son approbation, mais de cette approbation, on ne peut absolument pas se passer. S'il n'élève aucune objection contre l'admission, la Chambre syndicale recouvre toute sa liberté d'appréciation ; s'il fournit un avis défavorable, cette manifestation de volonté équivaut à une défense, devant laquelle la Chambre syndicale doit nécessairement s'incliner. Ici encore, les droits respectifs du Gouvernement et de la Chambre syndicale restent donc nettement délimités.

Au sujet du pouvoir d'appréciation du ministre des finances, combiné avec celui du ministre des affaires étrangères, nous pouvons citer une déclaration faite, en 1912, à la tribune de la Chambre, par le chef du Gouvernement. Voici à quelle occasion le président du Conseil eut à s'expliquer. Le

Gouvernement de Cuba ayant émis, en France, des obligations du Crédit foncier cubain, demanda à la Bourse de Paris d'admettre ces valeurs à la cote officielle. Mais, comme le Gouvernement de la Havane restait encore débiteur des indemnités promises aux citoyens français qui avaient été victimes de la révolution cubaine de 1895, on estimait, dans les milieux politiques et financiers, que notre marché officiel devrait être interdit à ces fonds tant que ces indemnités ne seraient pas payées. Dans ce but, M. le député Damour déposa, le 3 février 1912 (1), le projet de résolution suivant : « La Chambre invite le Gouvernement à refuser l'admission des valeurs étrangères à la cote officielle de la Bourse de Paris, lorsque cette admission peut compromettre la défense des intérêts français à l'étranger. » M. Raymond Poincaré, président du Conseil, ministre des affaires étrangères, s'engagea, au nom du Gouvernement, à s'opposer à l'admission ; en même temps, il faisait la déclaration suivante, dont les termes nous intéressent particulièrement : « Quand une demande d'admission à la cote est adressée au Gouvernement, celui-ci l'examine ; il apprécie les intérêts financiers et les intérêts politiques français, et il statue. Le Gouvernement n'a point attendu la courtoise invitation de M. Damour pour décider que, dans toute demande l'admission, l'intérêt français devait primer l'intérêt financier ; et il a été unanime à estimer

(1) *Journal officiel* Séance du 3 février 1912, p. 185.

qu'en présence de chaque demande d'admission à la cote, le ministre des finances devait, avant tout, se mettre d'accord avec le ministre des affaires étrangères; en cas de dissentiment possible sur l'opportunité d'un emprunt, le conseil des ministres aura à se prononcer, et à départager les deux ministres compétents. »

Cette déclaration gouvernementale, ainsi que l'exigence, par la Chambre syndicale, de formalités très précises, prouvent bien qu'à l'égard des valeurs étrangères, dont la sécurité a toujours été quelque peu suspectée, des précautions assez sérieuses sont toujours prises.

*
* *

Il s'agit, ici, de précautions préalables à l'ouverture de notre marché officiel. Il serait peut-être intéressant de signaler ici, au risque de nous écarter quelque peu de notre sujet, que des précautions ont été également prises, en vue de l'émission et de la circulation, en France, des valeurs étrangères, indépendamment de toute demande d'admission à notre cote officielle. Pour cela, la loi du 30 janvier 1907, article 3, impose comme formalité préalable, la publication, par l'émetteur des titres, d'une notice contenant un certain nombre d'indications (1). Voici les conditions exigées par l'article 3 de cette loi:

(1) Une réforme dans ce genre avait été tentée une première fois par M. Fleury-Ravarin, en 1897 ; M. le garde

« Préalablement à toute mesure de publicité, les émetteurs, exposants, metteurs en vente et introducteurs devront faire insérer dans un *Bulletin annexe au Journal officiel* une notice contenant les énonciations suivantes :

« 1° La dénomination de la société, ou la raison sociale ;

» 2° L'indication de la législation (française ou étrangère) sous le régime de laquelle fonctionne la société ;

» 3° Le siège social ;

» 4° L'objet de l'entreprise ;

» 5° La durée de la société ;

» 6° Le montant du capital social, le taux de chaque catégorie d'actions et le capital non libéré ;

» 7° Le dernier bilan certifié conforme, ou la mention qu'il n'en a pas été dressé encore.

» Devront être également indiqués le montant des obligations qui auraient déjà été émises par la société, avec énumération des garanties qui y sont attachées, et, s'il s'agit d'une nouvelle émission d'obligations, le nombre ainsi que la valeur des

---

des sceaux Vallé institua une commission extraparlementaire qui prépara un projet de loi dans le même but. Ce projet, après examen de multiples commissions, fut incorporé, par M. Caillaux, dans la loi de finances et devint l'article 3 de la loi du 30 janvier 1907. Suivant le mot de M. Caillaux lui-même, ce projet de loi avait un but de moralité et de salubrité financières, devait mettre un frein aux introductions de valeurs quelconques et établir une responsabilité pour les émetteurs.

titres à émettre, l'intérêt à payer pour chacun d'eux, l'époque et les conditions de remboursement et les garanties sur lesquelles repose la nouvelle émission.

» Il devra, en outre, être fait mention des avantages stipulés au profit des fondateurs et des administrateurs, du gérant et de toute autre personne, des apports en nature et de leur mode de rémunération, des modalités de convocation aux assemblées générales, et de leur lieu de réunion.

» Les émetteurs, exposants, metteurs en vente et introducteurs devront être domiciliés en France; ils seront tenus de revêtir la notice ci-dessus de leur signature et de leur adresse.

» Les affiches, prospectus et circulaires devront reproduire les énonciations de la notice et contenir mention de l'insertion de ladite notice au *Bulletin annexe du Journal officiel,* avec référence au numéro dans lequel elle aura été publiée.

» Les annonces dans les journaux devront reproduire les mêmes énonciations, ou, tout au moins, un extrait de ces énonciations avec référence à ladite notice et indication du numéro du *Bulletin annexe du Journal officiel* dans lequel elle aura été publiée.

» Toute société étrangère qui procède, en France, à une émission publique, à une exposition, à une mise en vente ou à une introduction d'actions, d'obligations ou de titres de quelque nature qu'ils soient, sera tenue, en outre, de publier intégralement ses statuts, en langue française, au mê-

me *Bulletin annexe du Journal officiel* et avant tout placement de titres.

» Les infractions aux dispositions ci-dessus seront constatées par les agents de l'Enregistrement et seront punies d'une amende de dix mille à vingt mille francs. »

Il y a là une série de renseignements qui peuvent avoir, pour le public, une utilité incontestable. En outre, l'émetteur étant tenu, nous l'avons vu, d'apposer sa signature sur la notice et sur tous les prospectus, sa responsabilité sera engagée vis-à-vis des souscripteurs.

Mais, à propos de cette responsabilité, il y a lieu de signaler une bizarrerie jurisprudentielle. On distingue, en effet, entre le cas où la valeur est émise par un Gouvernement étranger, et celui où elle a été émise par une société industrielle ou commerciale quelconque. Dans le premier cas, le banquier qui a lancé l'émission et facilité la circulation des titres n'est pas déclaré responsable, si l'Etat étranger ne tient pas ses engagements ; nous lisons, en effet, dans l'arrêt relatif à l'emprunt péruvien : « Le banquier qui a été chargé de l'émission d'un emprunt étranger ne saurait être actionné par les souscripteurs en paiement des coupons d'intérêts, sous prétexte que le banquier se serait engagé à faire le service de l'emprunt, s'il s'est engagé uniquement envers le Gouvernement étranger et nullement envers les souscripteurs. La responsabilité du banquier, à raison de

l'émission d'un emprunt dont il aurait été chargé par un Gouvernement étranger, ne pourrait être engagée envers les souscripteurs qu'autant que ceux-ci auraient été déterminés à souscrire par des actes et manœuvres du banquier, de nature à leur inspirer une fausse opinion des garanties offertes par l'Etat emprunteur. » (1) Les termes de cet arrêt indiquent très nettement que, sauf dans le cas de manœuvres frauduleuses de la part du banquier, celui-ci ne sera pas déclaré responsable.

Mais la jurisprudence estime qu'il en sera tout autrement s'il s'agit de valeurs émises par des sociétés ou compagnies privées, et dans ce cas, la responsabilité du banquier émetteur est formellement admise. C'est ce qui ressort de nombreux arrêts, notamment de celui du 22 mars 1877 (2), qui est très clair : « Le banquier chargé de l'émission d'un emprunt est tenu de vérifier si les sûretés et garanties promises par l'emprunteur dans les prospectus et annonces publiés par les soins du banquier existent réellement. A défaut d'une vérification suffisante, le banquier peut être déclaré responsable envers le souscripteur qu'il a engagé dans une entreprise non sérieuse. » Cette jurisprudence est constante et a été confirmée par d'autres arrêts (3).

(1) Cass., 14 août 1878. Sir. 78-I-345.

(2) 22 mars 1877. Sir. 79-II-135.

(3) Dans le même sens: Cass., 18 mars 1891. Sir. 1894-I-70. « Une maison de banque qui a prêté son concours à

Telles sont les précautions prises en vue de l'émission et de la circulation, en France, de valeurs étrangères quelconques; telles sont les sanctions qui peuvent les rendre efficaces, bien que la distinction jurisprudentielle que nous avons signalée ne nous paraisse reposer sur aucune raison juridique et même logique. Néanmoins, ces dispositions législatives n'ont pas échappé à certaines critiques. MM. Emmanuel Vidal (1) et Thaller (2) ont fait ressortir l'insuffisance des renseignements donnés, et l'inefficacité de la protection. Nous ne voulons pas discuter ces objections; nous signalerons seulement que le Gouvernement semble avoir tacitement reconnu l'insuffisance de son œuvre, car il est entré depuis quelques années dans la voie des corrections.

A la séance du 3 février 1912, un député, M. Joseph Denais, s'était préoccupé de l'influence que pouvait exercer, sur les rentiers, la formule « l'admission à la cote sera demandée » qui figurait sur tous les prospectus à la veille d'une certaine émis-

---

l'émission des obligations d'une société industrielle est à bon droit déclarée responsable envers les porteurs d'obligations qui ont souscrit sur la foi de prospectus mensongers, lorsque ladite maison a pris une part directe à la rédaction de ces prospectus, dont elle ne pouvait ignorer les inexactitudes. » — Cf. 20 nov. 1902. Dall. 1903-II-493.

(1) Emm. Vidal. La publicité légale des émission et circulation. (Cote de la Bourse et de la Banque, 1er mars 1907.)

(2) Thaller. Syndicats financiers d'émission. (*Annales de droit commercial*, 1911, p. 88.)

sion d'obligations. Il craignait, en effet, que les souscripteurs ne fussent induits en erreur par cette mention. M. Klotz, ministre des finances, promit de prendre des mesures de précaution contre cette pratique. Il ajoutait : « Il faut, quelle que soit la suite à donner aux demandes éventuelles, que les unes et les autres soient placées *a priori* sur un pied d'égalité, et que les prospectus d'émission ne puissent rien faire préjuger au point de vue de l'admission à la cote officielle. »

Quelques jours plus tard, le 9 février 1912, M. Klotz instituait au ministère des finances « une commission chargée d'examiner certaines questions relatives aux annonces et aux prospectus concernant l'émission, la mise en souscription, l'exposition en vente ou l'introduction sur le marché de titres étrangers, et de rechercher les dispositions législatives tendant à l'interdiction de toute énonciation publique visant l'admissibilité à la cote » (1).

Pendant la discussion du budget de 1912, à la Chambre, M. Haudos proposa aussi certaines modifications à la loi du 30 janvier 1907 ; son projet fut renvoyé à la commission de législation fiscale (2).

Enfin, un décret du 3 février 1912 a institué un *Bulletin des annonces légales obligatoires,* publié à

---

(1) *Journal officiel* du 10 janvier 1912, p. 1331.
(2) *Journal officiel*. Chambre. Débats. Séance du 28 décembre 1911, p. 4388.

titre d'annexe du *Journal officiel*, où les sociétés financières seraient tenues d'insérer les publications légales imposées par la loi de 1907.

Ce ne sont là que des mesures de détail bien incomplètes, bien insuffisantes, mais elles indiquent une tendance très nette vers un perfectionnement de nos institutions. Elles montrent que les politiciens, ainsi que les financiers, ne se désintéressent pas de la question, et si certaines de leurs propositions sont restées lettre morte, elles ont eu au moins pour effet de tenir en éveil l'attention du législateur. Il faut souhaiter, surtout, que de nouvelles dispositions légales viennent imposer aux établissements émetteurs l'obligation de bien préciser les termes et les conditions de leurs emprunts. M. R.-G. Lévy, économiste éminent, écrivait, en 1905 : « D'après certaines nouvelles venues des Etats-Unis, le président Roosevelt, qui se préoccupe, comme bon nombre de ses concitoyens, de l'influence que les trusts exercent sur la vie économique, ne verrait d'autre remède aux dangers nés de ces organisations que dans une large publicité qui leur serait imposée. » (1) Là est, en effet, le secret d'une sécurité des placements, sinon absolue, du moins suffisante pour protéger l'épargne et les épargnants.

---

(1) R.-G. Lévy. Psychologie des placements. *Revue d'Economie politique*, février 1905, p. 125.

CHAPITRE IV

SUSPENSION ET RETRAIT DE LA COTE

Il peut arriver qu'une valeur, au moment où l'émetteur sollicitait son admission à la cote, ait été considérée comme digne d'être admise, mais qu'ensuite il apparaisse à la Chambre syndicale que le maintien de cette valeur est dangereuse pour la bonne tenue du marché. Elle peut estimer, par exemple, que la valeur considérée n'est plus assez sûre pour mériter cette sorte de recommandation tacite que lui confère son admission à la cote. Elle pourra juger également, au cas où une spéculation trop intense se trouverait avoir lieu sur cette valeur, qu'un tel agiotage risquerait de troubler le marché et de porter atteinte à la sincérité des cours.

Dans tous ces cas, la Chambre syndicale sera-t-elle désarmée? Devra-t-elle assister, impuissante, aux variations dangereuses d'une valeur à laquelle elle avait, autrefois, donné son approbation?

Rationnellement, il ne pouvait en être ainsi; et, en fait, la Chambre syndicale possède, en effet, le

droit de retirer de la cote la valeur en question. Elle tire ce droit de l'article 155 du Règlement général, dont nous connaissons déjà le texte, et en vertu duquel, la Chambre syndicale a pleins pouvoirs, non seulement pour accorder, refuser l'admission à la cote, et pour interdire les négociations d'une valeur, mais aussi pour suspendre la cotation d'une valeur, ce qui est notre cas. La suspension équivaut, en effet, au retrait de la cote, car le retrait n'est, en somme, qu'une suspension indéfinie (1).

Ce droit, reconnu à la Chambre syndicale par l'article 155 du Règlement général, a été confirmé par un arrêt de cassation dans l'affaire Saurigues contre la Chambre syndicale des agents de change de Paris (2). Voici les faits : une même société avait lancé sur le marché deux catégories de titres entre lesquelles il y avait parité absolue de valeur; cependant, les titres d'une de ces séries ayant acquis un cours plus élevé que les autres, les spéculateurs s'en emparèrent, accentuant ainsi l'écart entre les cours; la Chambre syndicale, dans le but de faire cesser cette spéculation, autorisa pour l'avenir la livraison de l'un des titres en remplacement de l'autre; l'écart factice entre les deux cours dispa-

(1) Nous avons déjà signalé plus haut comment la disposition de l'article 155, qui n'émane que d'un simple règlement, a acquis une véritable portée législative.

(2) Cass., 4 décembre 1877. Sir., 1878-I-376 ; - Dall., 1878-I 251.

rut au détriment du titre le plus élevé, dont le cours, soutenu artificiellement, s'effondra brusquement pour revenir à égalité avec l'autre catégorie de titres. Les porteurs de titres en baisse se prétendirent lésés par la faute de la Chambre syndicale, et l'actionnèrent en responsabilité. Successivement, le Tribunal de la Seine et la Cour d'appel de Paris repoussèrent leur prétention. La question fut portée devant la Cour suprême qui profita de l'occasion qui lui était fournie, pour préciser sa jurisprudence en matière de retrait de la cote, et pour reconnaître à la Chambre syndicale un droit absolu à ce point de vue. Elle jugea sur les conclusions conformes de M. l'avocat général Desjardins, qui déclarait : « La Chambre syndicale excède-t-elle son droit quand elle admet une valeur à la cote, ou quand elle en suspend la négociation ? S'abuse-t-elle sur ses propres pouvoirs en se regardant comme maîtresse de la cote officielle ? Je ne le crois pas. » Sur ces conclusions, la Cour de cassation rejeta le pourvoi des porteurs de titres qui actionnaient la Chambre syndicale en dommages-intérêts, en vertu de considérations dont voici la principale : « Attendu que la Chambre syndicale est chargée, par la loi de son institution, de veiller, sous le contrôle du ministre des finances, à la sincérité et à la loyauté des opérations de Bourse, et que, pour remplir cette mission, elle a, notamment, le pouvoir d'accorder, refuser, suspendre ou interdire la négociation d'une valeur autre que les fonds d'Etat français... etc. »

Cette jurisprudence reconnaît donc formellement à la Chambre syndicale le droit de retirer de la cote toute valeur dont elle estimera le retrait nécessaire. Et quand bien même ce retrait aurait eu pour effet de faire effondrer les cours de la valeur, ce qui se produira le plus souvent, la Cour de cassation estime qu'on ne pourra pas intenter contre la Chambre syndicale une action en responsabilité, sauf le cas exceptionnel où l'on pourrait lui reprocher une fraude ou quelque mesure dolosive ou arbitraire. Comme le disait l'avocat général Desjardins dans ses conclusions : « Il est impossible de faire peser sur la Chambre syndicale les conséquences de la hausse ou de la baisse, quand elle a procédé dans les limites de ses attributions, et qu'elle n'a lésé les droits de personne ; les fluctuations des cours ne la regardent pas. »

Il est donc certain, à l'heure actuelle, que la Chambre syndicale exerce librement son droit de retrait et que, sauf le cas particulier de fraude ou de dol, elle n'a pas à supporter les conséquences d'un acte exécuté dans les limites de ses fonctions.

***

La suspension peut encore se manifester sous une autre forme : la Chambre syndicale peut parfois prendre la décision de ne pas coter telle ou telle valeur et d'en arrêter la négociation. Le fait s'est produit à des époques de crise financière ou de trouble diplomatique, et, notamment, au mois de

juillet 1914; pour éviter une chute impressionnante des cours, qui aurait pu provoquer une panique sur un marché déjà ébranlé, la Chambre syndicale a purement et simplement supprimé la cotation de certaines valeurs. Un tel procédé est parfois critiqué; il soulève, tout au moins, les protestations des intéressés qui peuvent être lésés par cette mesure. Les critiques seraient certainement motivées si la Chambre syndicale agissait d'une façon arbitraire et sans raisons valables. Mais tel n'est pas le cas en général; les agents de change ont assez de probité et d'indépendance pour ne se laisser guider que par des motifs sérieux; dès lors, puisqu'ils n'obéissent qu'au désir de satisfaire l'intérêt collectif, de sauver le marché d'une crise, et les capitalistes d'une débâcle, on ne peut vraiment pas les critiquer d'établir une telle mesure, quand les circonstances l'exigent.

La suspension peut même être encore plus généralisée à certaines périodes particulièrement troublées, en ce sens que le marché est complètement fermé, et que la cote officielle ne paraît plus. C'est ce qui s'est produit, en 1914, au moment de la déclaration de guerre: la Bourse de Paris fut fermée dès le mois d'août, et ne rouvrit que dans les premiers jours de décembre. La cote officielle cessa donc d'être publiée pendant toute cette période. Cette suspension provisoire procura, dans la vie économique et financière, de réelles difficultés. Les négociations de titres furent considérablement en-

travées, et ceux qui voulurent procéder à des ventes ou achats souffrirent beaucoup de l'incertitude des cours, due à l'absence de fixation officielle. Il est vrai qu'on pouvait avoir recours aux cotes des Bourses de province; d'après les professionnels, c'est à la Bourse de Marseille que se serait manifestée, pendant cette période, l'activité la plus intense. Néanmoins, les difficultés subsistèrent jusqu'à la réouverture du marché de Paris. A l'étranger, des inconvénients analogues se manifestèrent pour les mêmes raisons. En Italie, le Gouvernement prit même le parti de remédier à cette lacune, en faisant publier dans les journaux, par l'intermédiaire des ministères du commerce et du trésor, les cours des fonds d'Etat italiens, des titres garantis par le Gouvernement, et des quelques valeurs italiennes les plus courantes.

Cette expérience démontre mieux que tout raisonnement l'utilité essentielle de la cote officielle; elle fait comprendre aussi quels avantages résultent, dans la vie économique, d'un marché financier sévèrement réglementé, rigoureusement administré, et offrant à ceux qui s'y adressent le gage de la plus parfaite sincérité.

CHAPITRE V

DE L'ADMISSION A LA COTE SUR LE MARCHÉ LIBRE

Après avoir étudié les conditions d'admission à la cote sur le marché officiel, il nous paraît intéressant de rechercher comment s'opère l'admission sur le marché libre. Car il faut bien se rendre compte d'un fait que nous avons déjà indiqué en étudiant la coulisse : c'est que ce marché libre n'a de libre que le nom, mais reste, au contraire, soumis à des réglementations assez sévères. Nous avons vu que le Syndicat des banquiers en valeurs au comptant, ainsi que celui des banquiers en valeurs à terme, avaient élaboré des statuts et des règlements très précis ; et c'est même cet ensemble de dispositions réglementatrices qui a pour effet de rendre au marché libre la confiance qu'il mérite, et dont il a presque toujours su se montrer digne.

Cette étude peut sembler sortir du cadre de notre ouvrage ; mais il n'en est rien, croyons-nous ; au contraire, plusieurs motifs nous poussent à y consacrer quelques pages.

D'abord, il nous semble qu'à côté de l'étude du

marché officiel, il n'est pas inutile de présenter celle du marché libre, qu'on a coutume d'opposer au premier. Nous avons déjà vu qu'ils se limitaient respectivement l'un l'autre; il faut les connaître tous deux, puisque ce qui n'appartient pas à l'un rentre dans les attributions de l'autre, et réciproquement. Nous pourrons également montrer, par ces quelques développements, que l'opposition qu'on a coutume d'établir entre ces deux marchés financiers, au point de vue de la sécurité, est plus théorique que pratique; il ne faut pas décerner au seul marché officiel un brevet de sincérité et d'honnêteté; les membres du marché libre ont, eux aussi, le souci d'écarter des négociations les valeurs notoirement instables, et si quelque cataclysme financier se produit sur leur marché, ce n'est généralement pas par négligence de leur part.

Un second motif qui nous pousse à l'étude du marché libre, c'est l'importance même de ce marché. Dans un ouvrage où il est question d'opérations financières sur des valeurs diverses, il nous paraît impossible de ne pas dire un mot de celles qui se négocient sur le marché en banque, car il y a là de très bonnes valeurs, contrairement à ce que l'on pense généralement. C'est l'opinion de beaucoup de financiers et économistes. M. Pierre Leroy-Beaulieu écrivait dans l'*Economiste français* (1): « Certaines valeurs ne se négocient qu'à la cou-

(1) L'*Economiste français*, 30 janvier 1897, p 130.

lisse, qui ne le cèdent en rien à des valeurs similaires que l'on trouve inscrites à la cote ; ainsi, parmi les gens qui étudient les mines de cuivre, on estime, en général, que la Tharsis est une valeur plus rigoureusement administrée que le Rio Tinto; cependant, la dernière est cotée officiellement, et non la première. » Ce qui prouve, d'ailleurs, mieux que tout raisonnement, l'importance de la coulisse, c'est que celle-ci, toujours traquée, toujours attaquée par ses ennemis et ses détracteurs, a toujours survécu, et a toujours victorieusement résisté aux assauts.

Nous allons donc étudier l'admission à la cote sur le marché en banque, et toutes les formalités dont elle est entourée. Les détracteurs de la coulisse, les partisans du monopole absolu des agents de change verront que le marché libre n'est pas, à l'heure actuelle, le marché anarchique, en proie au désordre et à la spéculation que signalaient, en l'an IX, les tribuns Fabre, Thibault, Alexandre, ou Regnault de Saint-Jean-d'Angely.

Section Première

LA COTE DU MARCHÉ LIBRE

Il importe, dès maintenant, avant de pénétrer plus loin dans la question, de signaler que les membres du marché libre ont créé un Bulletin paraissant tous les jours de Bourse, sur lequel sont ins-

crits les cours de toutes les valeurs admises aux négociations sur ce marché. Ce Bulletin est, pour le Syndicat des banquiers-coulissiers, ce que la cote officielle de la Bourse de Paris est pour la Compagnie des agents de change. Sa création a été dictée par des motifs analogues et les services qu'elle rend sont identiques.

Il faut, néanmoins, constater qu'il y a deux Bulletins quotidiens concernant les valeurs du marché libre : l'un est publié par le Syndicat des banquiers en valeurs au comptant, l'autre par le Syndicat des banquiers en valeurs à terme ; chaque syndicat publie sur sa cote les titres sur lesquels s'exercent ses attributions ; certains titres se négociant au comptant et à terme figurent, par suite, sur les deux cotes.

L'aspect extérieur de ce Bulletin rappelle beaucoup celui de la cote officielle des agents de change. Il importe, néanmoins, d'en donner ici une description sommaire.

⁂

La cote du Syndicat des banquiers en valeurs au comptant se présente sous la forme d'un tableau divisé en onze colonnes.

La première indique le montant ou le nombre des titres émis, et la seconde, le nombre des titres qui ont été admis à la cote. Très souvent, les deux chiffres sont les mêmes, mais il n'y a pas là une nécessité stricte.

La troisième colonne fait connaître la valeur nominale du titre émis, valeur désignée en francs, en livres sterlings, en roubles, en lires, en piastres, en pesetas, etc., suivant la nationalité du titre.

La quatrième colonne renferme la désignation des valeurs cotées; celles-ci ne sont pas placées dans un ordre quelconque, mais font l'objet d'un classement suivant leur nature. En tête, figurent les fonds émis par les Etats étrangers et les provinces. Puis viennent les emprunts de villes; puis les titres émis par les compagnies d'assurances, les sociétés foncières et immobilières et les établissements de crédit. Le quatrième groupe est réservé aux titres de chemins de fer, tramways, transports automobiles ou maritimes. Viennent ensuite les titre émis par les compagnies d'eaux thermales, d'éclairage, d'électricité, de force motrice, de gaz. Les principales rubriques qui suivent sont les suivantes: industries textiles et teintureries; automobiles et cycles; métallurgie et constructions mécaniques; valeurs minières diverses; journaux, librairies et publicité; valeurs coloniales, principalement titres des sociétés exploitant le caoutchouc; photo, phono, cinéma, cercles et attractions; alimentation, brasseries, hôtels, distilleries et sucreries; valeurs pétrolifères; enfin la rubrique valeurs diverses renferme un certain nombre de titres qui n'ont pu trouver place dans les catégories ci-dessus. A la suite, s'ouvre le groupe « obligations », où les titres sont classés sous des rubriques analo-

gues aux précédentes, quoique moins nombreuses.

Ajoutons que, dans cette colonne, on fait précéder d'un astérisque les dénominations de toutes les valeurs qui ne sont pas abonnées au Timbre français et dont les coupons sont, par suite, soumis à un impôt de 5 0/0.

La cinquième colonne indique le cours du jour; mais au lieu d'y porter, comme dans la cote officielle, toutes les variations des cours, dans l'ordre où elles se sont produites, on ne fournit, ici, que le cours le plus bas et le cours le plus haut. On n'indique jamais de cours moyen.

La sixième colonne reproduit, sous le même aspect que la cinquième, les cours du jour précédent.

Les trois colonnes suivantes sont consacrées aux indications concernant les coupons; on indique la date du dernier coupon payé, son numéro, et son montant net.

La dixième colonne, qui n'est ouverte que pour la catégorie actions, fait connaître le montant brut du dernier exercice. Pour les fonds d'Etats, les emprunts de villes, et les obligations, cette colonne est laissée en blanc.

Enfin, la dernière colonne est réservée à des observations diverses, s'il y a lieu.

La publication se termine par un certain nombre de renseignements, avis, décisions, que la Chambre syndicale fait connaître à ses lecteurs. La dernière page renferme les noms et adresses des membres du Syndicat des banquiers en valeurs au

comptant, et des membres de la Chambre syndicale. On y lit aussi un extrait des règlements sur les questions relatives à la cote, et un tarif des courtages perçus par les intermédiaires sur chaque opération, tarif gradué suivant la valeur du titre négocié.

***

La cote du Syndicat des banquiers en valeurs à terme offre un aspect extérieur assez semblable à la précédente. Elle compte seize colonnes.

La première contient l'indication du capital nominal de la société; la seconde, la valeur nominale de chaque titre.

La troisième et la quatrième renferment des renseignements relatifs aux opérations à terme, savoir le cours de compensation, cours conventionnel établi par la Chambre syndicale, et le cours des reports. Nous avons déjà sommairement défini ces termes: nous n'y insistons pas, étant donné que notre ouvrage ne comporte pas une étude des opérations de Bourse proprement dites.

La cinquième colonne fournit la désignation des valeurs cotées; ces valeurs sont réparties sous deux rubriques: fonds d'Etats; valeurs diverses. Dans chacune de ces deux catégories, elles sont classées par ordre alphabétique; on désigne, en outre, par un signe conventionnel quelconque, les valeurs abonnées au Timbre français ou celles qui n'y sont pas abonnées. On indique également, s'il y a lieu, la

quotité des différentes coupures de la valeur, car il arrive que les cours varient suivant l'importance de la coupure.

La colonne suivante indique l'échéance de la prochaine liquidation, par exemple la fin du mois courant, ou la fin du mois prochain.

Les quatre colonnes qui suivent font connaître les cours à terme; on n'indique pas, comme en Bourse, les cours dans leur ordre chronologique, mais on mentionne, sous quatre rubriques différentes, le premier cours coté, le plus bas, le plus haut, et le dernier. On fait connaître également, s'il y a lieu, le montant des primes, au moyen du signe « d », suivi du montant de ladite prime.

On indique, dans une colonne voisine, le cours de clôture de la précédente séance, ce qui permet de se rendre compte des variations de cours qui se sont manifestées d'un jour à l'autre.

Les colonnes douze à quinze sont consacrées aux renseignements concernant les coupons. On indique, notamment, la date à laquelle a été détaché le dernier coupon, ainsi que le numéro d'ordre de ce coupon; on mentionne également le montant brut, et le montant net du coupon à détacher, et, dans une seizième et dernière colonne, le montant du coupon de l'exercice précédent. De tels renseignements sont très utiles pour opérer avec exactitude la gestion d'un portefeuille, et pour suivre les fluctuations qui se produisent dans son rendement.

Notons qu'à partir du 1er août 1914, un changement, d'ailleurs tout provisoire, a été introduit

dans l'aspect matériel de la cote des banquiers en valeurs à terme. On sait, en effet, que les opérations à terme ont été suspendues pendant la durée des hostilités. La cote des valeurs à terme n'avait, dès lors, plus d'intérêt. On en a, néanmoins, continué la publication, en fournissant toutes les indications relatives au capital nominal, à la valeur nominale des titres, au montant des coupons, à la date de leur détachement. Par contre, comme on ne cotait plus aucun cours à terme, on s'est contenté, pour donner à la publication un certain intérêt, de faire figurer les cours au comptant, en regard de celles des valeurs qui se négociaient, non seulement à terme, mais aussi sur le marché au comptant. Autrement dit, la cote à terme devenait, en quelque sorte, la reproduction de la cote au comptant pour toutes les valeurs qui figuraient aux deux cotes et qui, pendant la durée des hostilités, ne pouvaient se négocier que sur le marché au comptant. Sur la cote à terme du 23 décembre 1914, nous voyons, par exemple, le Russe 3,80 0/0 Crédit foncier mutuel, être coté à 304 ; il ne s'agit évidemment pas d'un cours à terme, puisque les opérations à terme sont interdites ; il s'agit, en réalité, d'un cours au comptant, car la valeur en question se négociait à la fois au comptant et à terme ; sur la cote au comptant du 23 décembre 1914, le Russe 3,80 0/0 est, en effet, coté à 304, et la cote à terme ne fait que reproduire cette indication.

Cet aspect spécial de la cote des valeurs à ter-

me, encore que tout passager et tout provisoire, méritait, croyons-nous, d'être signalé.

Section II

PRINCIPALES VALEURS NÉGOCIÉES SUR LE MARCHÉ LIBRE

Nous n'avons pas l'intention de faire une énumération de ces valeurs. Il suffit, pour cela, de consulter une cote du Syndicat des banquiers en valeurs soit au comptant, soit à terme. Ce que nous voulons, dans cette section, c'est indiquer les caractères généraux que l'on rencontre dans les titres se négociant en coulisse.

Tout d'abord, le marché en banque est autorisé, nous le savons, à opérer des négociations sur les fonds d'Etat français. Nous avons déjà indiqué que ce fait résultait d'une tolérance gouvernementale accordée à la fois pour compenser les coulissiers du préjudice que leur occasionnait l'amendement Fleury-Ravarin, et aussi pour donner au marché de la rente une plus grande extension.

Mais en dehors de la rente française, le marché libre ne peut négocier aucune valeur admise à la cote officielle. Ce principe émane implicitement de l'article 14 de la loi du 13 avril 1898, ancien amendement Fleury-Ravarin, dont nous avons déjà signalé la portée. D'ailleurs, par application de cette loi, le Syndicat des banquiers-coulissiers, rédigeant ses statuts et ses règlements, stipulait

expressément, à l'article 11 de ces derniers : « Sont seules inscrites à la cote du marché les valeurs ne figurant pas à la cote officielle des agents de change de Paris. »

C'est donc bien la cote officielle qui sert de limite au domaine de la coulisse, et qui restreint les empiétements possibles de celle-ci dans le champ d'activité réservé aux agents de change. Il reste donc, pour le marché libre, la rente française, et toutes les valeurs non cotées au *Bulletin officiel de la Bourse de Paris.*

Toutefois, il faut bien se garder de croire que la catégorie de titres se négociant sur le marché en banque ne comprend que des valeurs douteuses pouvant tout au plus intéresser les spéculateurs et les agioteurs. On y trouve, au contraire, l'occasion de placements excellents. Sans vouloir faire une énumération des valeurs solides, énumération qui serait à la fois fastidieuse et peut-être imprudente, nous pouvons affirmer qu'on rencontre, sur le marché libre, des valeurs de sociétés très rigoureusement administrées, des rentes émises par des Etats qui, s'ils n'ont pas encore acquis le rang de grande puissance, ont, tout au moins, au point de vue économique, un avenir de prospérité incontestable. On cote, par exemple, des fonds argentins, brésiliens, mexicains, des emprunts transvaaliens garantis par le Gouvernement anglais, des emprunts de grandes villes étrangères, comme Pétrograd, Moscou, Christiania, Copenhague ; toutes ces valeurs peuvent inspirer confiance aux capitalistes

les plus soupçonneux. On rencontre également des valeurs minières, industrielles, commerciales, coloniales, qui paraissent donner des garanties suffisantes, et dont les journaux financiers les moins suspects font des éloges qui semblent mérités.

D'ailleurs, nous avons vu que la Chambre syndicale des agents de change montrait une certaine sévérité pour accorder l'admission à sa cote ; il lui arrive de rejeter des valeurs pourtant très sérieuses, qui ont alors la ressource de se vendre en coulisse. On peut également trouver, en coulisse, des rentes émises par un Etat étranger à finances parfaitement solides, mais que le Gouvernement n'aura pas voulu officiellement admettre aux négociations, par convenances politiques ou diplomatiques. De même, certaines sociétés, pourtant sérieuses, peuvent ne pas vouloir se soumettre aux obligations de notre législation fiscale, et préfèrent, dès lors, renoncer aux avantages de la cote officielle et se contenter des débouchés du marché libre.

Mais toutes ces valeurs n'en sont pas moins dignes de confiance, et ce dont il faut bien se pénétrer, croyons-nous, c'est que le marché libre n'est pas exclusivement le refuge de valeurs véreuses, destinées à une faillite prochaine, ou n'étant pas en règle avec la loi. Il peut y en avoir ; mais il ne faut pas généraliser, sous peine de porter un jugement téméraire sur une institution en elle-même très respectable.

Section III

FORMALITÉS DE L'ADMISSION

L'étude des formalités de l'admission justifiera d'une façon éclatante l'idée que nous venons d'émettre, savoir que le marché libre n'est pas le refuge de valeurs illégales ou irrégulières. Nous allons voir, en effet, toutes les précautions que prennent ceux qui président aux destinées de ce marché pour lui assurer la sincérité et la sécurité.

L'autorité directrice porte le nom de Chambre syndicale, comme pour le marché officiel. Elle est nommée pour un an, au scrutin secret. Elle doit être composée, aux termes de l'article 7 des statuts, de cinq membres au moins, et neuf au plus; elle est toujours révocable par l'assemblée générale. Au Syndicat des banquiers en valeurs au comptant, elle comprend un président qui est actuellement M. Edmond Lyon, un vice-président, un trésorier, et six membres. La Chambre syndicale des banquiers en valeurs à terme comprend, elle aussi, un président, actuellement M. Gaston Dreyfus, un vice-président, un trésorier, un secrétaire, et six membres.

Cette commission a des pouvoirs généraux en ce qui concerne les intérêts du Syndicat dont elle est l'émanation. Au fond, ses attributions ressemblent assez à celles de la Chambre syndicale des agents

de change, dont elle a, en quelque sorte, copié l'organisation intérieure. Spécialement, et pour la matière qui nous intéresse, disons que c'est elle qui décide de l'admission des valeurs sur le marché en banque. Les règlements lui prescrivent, en effet, la création d'une cote des valeurs en banque où figureront les cours auxquels les valeurs auront été négociées. D'ailleurs, une commission spéciale, dite Commission de la cote, composée de deux membres de la Chambre syndicale, désignés chaque mois, et deux membres du marché, choisis chaque semaine par la Chambre syndicale, suivant roulement établi par elle, est chargée de la surveillance de la cotation. Les cours sont appelés publiquement sur le marché par des préposés de la Chambre syndicale, aux heures fixées par elle et en présence de l'un au moins des membres de la commission. La cote ne doit mentionner que le plus bas et le plus haut cours enregistrés sur le marché.

Comment s'obtient l'admission?

L'article 12 des règlements indique les formalités à accomplir :« Les valeurs figurant actuellement à la feuille du marché, dit ce texte, seront inscrites à la cote sauf décision spéciale de la Chambre syndicale (1). Toute demande pour l'inscription d'une valeur nouvelle doit être adressée par écrit à la Chambre syndicale. S'il s'agit des titres d'une so-

(1) C'est là une disposition transitoire, applicable au moment où le marché libre s'organisa régulièrement.

ciété, la demande doit être accompagnée des statuts, traduits en français s'il s'agit d'une société étrangère, et des derniers bilans de la société, ainsi que d'un exposé général sur la situation de l'affaire, signé par la maison demanderesse. Si la demande a pour objet un fonds d'Etat ou valeur similaire, tous les renseignements sur cette valeur devront être fournis. »

Ce texte doit être complété par les indications suivantes (1). « Qu'il s'agisse de valeurs françaises ou étrangères, la preuve de l'existence légale de la société, ou de la régularité de l'emprunt, suivant le cas, est exigée des requérants. Il leur est également demandé de justifier de l'accomplissement des formalités de publicité exigées tant par les lois du pays d'origine que par la loi du 30 janvier 1907. Au cas où l'inscription à la cote est accompagnée d'une publication ayant pour but d'appuyer une introduction sur le marché d'une valeur étrangère, justification doit être portée qu'elle a satisfait aux conditions d'abonnement au timbre prévues par la loi du 13 avril 1898. »

En dehors de ces renseignements, « la Chambre syndicale peut encore exiger toutes autres justifications et garanties qu'elle jugera utiles » (art. 12 *in fine*). Une fois en possession de toutes ces indications, la Chambre syndicale statue sur la receva-

(1) A. Courtois. Traité des opérations de Bourse et de change, p. 701, édition citée.

bilité de la demande et sur l'opportunité de l'admission. Elle a pour cela tout pouvoir, et elle n'a pas à motiver sa décision (article 13).

Si elle se décide en faveur de l'admission, elle avisera les membres du marché aussitôt sa décision prise, et elle devra les informer deux jours de Bourse avant l'inscription de la valeur à la cote. Elle devra, en outre, constituer, pour chaque titre admis, un dossier spécial contenant toutes pièces, autant que possible traduites en français, et ce dossier sera tenu, au siège du Syndicat, à la disposition des membres du marché. Ajoutons enfin que la Chambre syndicale se réserve le droit de prononcer la suppression d'une valeur inscrite. Toutes ces dispositions résultent de divers articles des règlements.

Il résulte également des règlements que la Chambre syndicale des banquiers en valeurs, imitant en cela la Chambre syndicale des agents de change, ne prétend pas, en donnant son avis sur l'admission, reconnaître une garantie de sécurité aux valeurs ainsi admises. Aussi, stipule-t-elle formellement que « l'admission d'une valeur à la cote ne peut entraîner aucune responsabilité ni vis-à-vis des membres du marché, ni vis-à-vis des tiers.

En somme, et pour résumer, on voit que des règles assez sévères entourent de garanties incontestables l'admission d'une valeur sur le marché libre. Le mécanisme est, en définitive, sensiblement analogue à celui de l'admission sur le marché officiel par la Chambre syndicale des agents de

change. Il est cependant une différence qui doit frapper; c'est l'absence d'intervention gouvernementale. Il nous reste à étudier ce dernier point.

Section IV

DE LA NON-INTERVENTION GOUVERNEMENTALE

Etant donné le caractère non officiel du marché en banque, le Gouvernement s'abstient ici de toute intervention. Le motif est certainement assez valable; mais il crée, néanmoins, une situation fâcheuse, contre laquelle beaucoup de personnes compétentes se sont élevées, notamment, au Congrès international des valeurs mobilières de 1900, M. Ch. Pluyette.

Dans un rapport très documenté (1), M. Pluyette signale les dangers de cette situation. En effet, ainsi qu'on l'a fait remarquer, le marché en banque ouvre aux valeurs qui y sont admises des débouchés presque aussi étendus que le marché officiel, en raison même de la confiance qu'il inspire, et qui, nous l'avons vu, est assez justifiée. De plus, à l'aide de prospectus alléchants, de réclames brillantes dans des journaux financiers bien subventionnés (et l'on connaît les prodiges d'imagination de certains lanceurs d'affaires!), le capitaliste peut être intéressé par une valeur de la cote en banque

(1) Congrès international des valeurs mobilières de 1900. Paris, 1901, P. Dupont. — Rapport Ch. Pluyette, n° 141.

presque aussi sûrement que par les valeurs cotées au marché officiel. Au bout de quelque temps de cette publicité savante, notre valeur se trouvera lancée dans le public.

Or, il peut arriver qu'il s'agisse là d'une valeur étrangère émise par un Etat en désaccord diplomatique avec la France, ou que, pour une raison quelconque, il y ait un grand intérêt financier ou politique à écarter l'épargne française d'un tel placement. Ce soin incomberait au Gouvernement français; mais comme celui-ci, nous l'avons dit, ne s'est réservé aucun droit d'intervention, notre valeur se négociera librement en France, et, grâce à la large publicité qui lui aura été préparée, drainera l'épargne française presque aussi sûrement que si elle avait reçu l'investiture du marché officiel.

Par suite de cette absence de contrôle gouvernemental, les valeurs auxquelles la cote officielle aurait été vraisemblablement refusée pour des motifs d'ordre politique, demanderont directement leur admission à la cote en banque, et arriveront, en fin de compte, à des résultats sensiblement identiques.

Il est certain qu'il y a là quelque chose de regrettable; M. Ch. Pluyette le déplore dans son rapport, et il écrit: « Le Syndicat de la coulisse ne saurait avoir plus de droits que le Parquet des agents de change; le Gouvernement ne saurait être moins armé pour défendre l'épargne française et l'intérêt national sur le marché libre, qu'il ne l'est pour le défendre sur le marché officiel. »

En l'état actuel des textes, cette lacune ne saurait être comblée. En effet, le décret du 6 février 1880, et la circulaire ministérielle du 12 février 1880, qui sont les deux textes dans lesquels le Gouvernement puise son droit d'intervention, ne lui reconnaissent ce droit qu'en matière d'admission au marché officiel et que dans les rapports avec la Chambre syndicale des agents de change. Il est donc impossible, à moins de violer ces textes, de vouloir étendre l'intervention gouvernementale au marché libre, et dans les rapports avec le Syndicat des banquiers en valeurs.

M. Robert Aubry prétend qu'il ne faut cependant pas exagérer l'importance de cette lacune. Le Gouvernement, dit-il, conserve la faculté de recourir à l'article 5 du décret du 6 février 1880, aux termes duquel le ministère des finances peut toujours interdire la négociation, en France, d'une valeur étrangère. « La négociation, en France, de toute valeur étrangère, conclut-il, abstraction faite de l'admission à n'importe quelle cote, demeure donc soumise au droit de véto du Gouvernement. » (1)

Quant à nous, il ne nous semble pas que le Gouvernement puisse invoquer l'article 5 du décret de 1880 pour interdire la négociation d'une valeur sur le marché libre. Cet article ne nous paraît pas avoir été écrit dans ce but, et d'ailleurs, il fait

(1) R. Aubry. *Op. cit.*, page 62.

partie d'un décret qui vise exclusivement l'admission au marché officiel. Dès lors, puisque tous les auteurs, y compris celui que nous critiquons, sont unanimes à admettre que le décret de 1880, dans son entier, est consacré uniquement aux négociations sur le marché officiel, comment admettre que l'un des articles de ce décret puisse s'appliquer au marché libre? A défaut d'autres raisonnements, il nous semble que l'interprétation juridique pure s'oppose à une telle solution. Nous estimons donc que le Gouvernement reste entièrement désarmé.

CHAPITRE VI

DE L'ADMISSION A LA COTE DANS LES PRINCIPALES BOURSES ÉTRANGÈRES

Peut-être l'intitulé de ce chapitre semblera-t-il ne pas répondre au titre même de l'ouvrage, qui est consacré à l'admission à la Bourse de Paris. Il nous paraît cependant utile, à titre d'appendice, de donner quelques indications sommaires sur les procédés d'admission usités dans les principales Bourses étrangères. Cette étude nous permettra de noter, au passage, si quelques-unes de ces pratiques ne sont pas supérieures aux nôtres, et ne mériteraient pas d'être introduites chez nous.

I

Bourse de Londres

Le marché financier anglais est peut-être le plus important du monde, surtout au point de vue des échanges internationaux. La Bourse de Londres est dirigée par un Committee for general purposes, et

c'est à lui que doivent être adressées les demandes d'admission. Il faut l'accompagner de différentes pièces qui varient suivant la nature de la valeur. C'est le committee qui décidera. On pratique cependant un procédé de contrôle qui n'existe pas dans notre pays, mais qui est ingénieux et susceptible de donner des résultats excellents; tandis qu'en France le public n'est pas admis à formuler des critiques sur l'admission, en Angleterre, au contraire, la demande reste affichée trois jours et les intéressés ont le temps de fournir leurs observations.

Pour obtenir, sur le marché de Londres, l'admission d'une valeur de nationalité anglaise, il faut à la fois satisfaire aux obligations résultant des lois anglaises sur les sociétés et les émissions, et remplir les conditions diverses exigées par le Stock Exchange (la Bourse), notamment justifier que les titres seront mis sur le marché en quantité suffisante pour satisfaire aux négociations, et pour produire un cours véritable.

S'il s'agit de valeurs autres que les valeurs anglaises, il faut également respecter les obligations diverses imposées par le Stock Exchange. Il faut, surtout, fournir la justification que la valeur en question est déjà admise à la cote officielle de son pays d'origine, et qu'elle est en règle avec l'administration au point de vue des droits de timbre et d'enregistrement.

Dans tous les cas, le Committee, muni de ces

renseignements, est seul juge des motifs d'admission ou de rejet (1).

II

Bourse de Berlin

Le marché de Berlin est dirigé par une Commission de vingt-deux membres, élus pour trois ans par la Chambre de commerce de Berlin, et dirigée par un président, assisté de deux vice-présidents.

C'est cette Commission qui est chargée de statuer sur les demandes d'admission à la cote du marché. C'est à elle que les requérants devront adresser leurs demandes, en y joignant, comme en France, certaines pièces. Ils devront, notamment, indiquer quel est l'établissement de crédit qui propose l'émission, et quel est le genre de valeur qui va être introduit sur le marché. On doit également publier un prospectus détaillé qui fournira, sur la valeur, les renseignements indispensables.

La Commission, saisie de la demande, et munie de toutes les pièces justificatives exigées, se livrera à un examen de la requête ; elle recherchera si tous les documents fournis sont réguliers et authentiques, si les renseignements fournis par le requérant sont suffisants pour permettre au public de se

(1) L. Guillaume. L'épargne française et les valeurs mobilières étrangères. p. 163 — H. Fontaine. La Bourse et ses opérations légales, p 334.

former une appréciation sur les conditions du placement ; elle recherchera également si la valeur pour laquelle l'admission est sollicitée, paraît assez sérieuse et assez sûre pour mériter cette sorte d'approbation tacite résultant de l'agrément de l'autorité compétente.

Cet examen une fois terminé, la Commission donnera son avis. Elle décide en toute liberté. Elle peut refuser l'admission sans avoir à donner de motifs. Mais comme il y a, dans l'Empire allemand, plusieurs Bourses, la Commission qui a statué doit notifier sa décision de rejet aux autres Bourses, saisies par le requérant d'une demande semblable. La liberté d'appréciation de la Commission n'est restreinte que pour les emprunts de l'Empire allemand, qui sont admis sur le marché officiel de plein droit.

Si la Commission répond favorablement à la demande d'admission, la valeur prend place sur le marché, et ses cours seront cotés officiellement, d'après les constatations de courtiers-jurés qui sont nommés par le premier président de la province de Brandebourg (1).

---

(1) H. Fontaine. *Op. cit.*, pages 364, 371. – L Guillaume. *Op. cit.*, p. 166.

III

Bourse de Bruxelles

La prospérité économique de la Belgique, avant la dévastation de ce pays par les opérations de la guerre de 1914, avait fait, du marché de Bruxelles, un centre important de transactions financières. Dans cet aperçu, purement législatif, nous pouvons, malgré la stagnation momentanée des affaires, indiquer quelles étaient les règles essentielles du fonctionnement de ce marché. C'est qu'en effet, nous y rencontrons une institution très intéressante, assez analogue au système usité à Londres, et qui pourrait produire, chez nous, de très utiles résultats ; c'est la publicité de la demande d'admission avant toute décision de la commission chargée de statuer, en vue de recueillir l'avis des intéressés.

Voici, d'ailleurs, le fonctionnement général de l'admission (1). La demande d'admission, d'une valeur sur le marché est adressée par écrit à la Commission chargée de statuer. Pour les valeurs belges, il faut fournir un spécimen du titre, l'indication du taux d'émission, et la désignation de l'établissement financier chargé, à Bruxelles, du paiement des coupons. S'il s'agit de valeurs étrangères, on doit non seulement fournir un spécimen

(1) Règlement communal de la Bourse de Bruxelles, chapitre IV, art. 20 et suiv.

du titre, et indiquer le taux d'émission, mais encore justifier que la valeur a été admise à la cote dans son pays d'origine, et que toutes les pièces qui accompagnent son existence sont parfaitement régulières. De plus, s'il s'agit d'une société industrielle, commerciale, ou autre, on doit joindre aux pièces ci-dessus énumérées, une copie des statuts et du dernier bilan. La commission se réserve, d'ailleurs, le droit de réclamer au requérant toutes les autres pièces qu'elle estimerait nécessaires.

Munie de tous ces documents, la commission fera procéder à l'affichage, pendant huit jours au moins, de la demande d'admission. C'est là l'innovation intéressante que nous indiquions. Pendant le délai de l'affichage, toute personne pourra adresser, par écrit, à la commission, les observations suggérées par la requête. Passé ce délai, la commission statuera elle-même et pourra accorder ou refuser l'admission.

IV

Bourse de Madrid

Nous n'ignorons pas que le marché financier de Madrid ne tient, dans le monde économique, qu'une place secondaire, par suite de la période décadente que traverse maintenant l'Espagne. Mais si nous avons introduit cette étude dans un chapitre réservé aux grandes Bourses du monde, c'est surtout parce que, dans l'organisation inté-

rieure du marché de Madrid, se rencontrent quelques pratiques qui n'existent pas dans notre pays, et qui mériteraient peut-être d'y être introduites.

Comme en France, le marché est dirigé par une Chambre syndicale, chargée de se prononcer sur l'admission. Néanmoins, son droit n'a pas la même étendue que chez nous. S'il s'agit de valeurs quelconques, autres que les fonds publics émis par un Etat, la demande d'admission est adressée directement à la Chambre syndicale par la société requérante; la Chambre syndicale statue sur cette requête, après avoir pris l'avis du Gouvernement, absolument comme en France.

Mais il n'en est pas de même, si la demande d'admission porte sur un fonds d'Etat: ici, pour des motifs d'ordre politique et diplomatique, la requête est adressée directement au Gouvernement, et c'est lui qui conserve la haute main sur la décision à prendre; il consulte la Chambre syndicale sur le point de vue financier, mais il reste seul maître de la réponse à donner. C'est là une ingénieuse interversion des rôles; sans doute, en France, nous arrivons à un résultat sensiblement analogue, mais le procédé espagnol conserve néanmoins l'avantage de plus de précision dans la fixation du domaine de chaque autorité compétente. Bien entendu, dans tous les cas, l'admission ne sera accordée qu'après présentation de tous renseignements, et de toutes pièces justificatives, comme en France et comme dans la plupart des pays.

Une autre pratique à signaler consiste dans la

publication, pour certaines catégories de valeurs, d'un prospectus détaillé renfermant tous les renseignements utiles, et qui sera reproduit, par voie de presse, dans la *Gaceta de Madrid*. On comprend l'utilité qui en résultera pour les intéressés.

V

Bourse de New-York

Pour ne pas allonger cette étude, et surtout pour ne pas insister sur une énumération qui pourrait devenir fastidieuse, par suite de répétitions inévitables, nous nous contenterons de signaler, à propos de la Bourse de New-York, une institution que l'on ne rencontre pas chez nous, et que les intéressés ont cependant réclamée.

Dans l'*Economiste français* du 5 octobre 1912, M. P. Leroy-Beaulieu signalait une réforme urgente qu'on devrait introduire dans notre cote officielle, en suivant l'exemple de la cote de la Bourse de New-York. C'est, disait-il, l'indication, chaque semaine, du nombre de titres de chaque valeur qui ont été négociés. On peut craindre, en effet, qu'à des périodes où la Bourse travaille peu, et sur des valeurs où les transactions sont généralement restreintes, des spéculateurs ne parviennent à créer, au moyen de quelques opérations seulement, des envolées et des hausses immodérées de nature à induire le public en erreur. En connaissant, chaque semaine, le nombre d'opérations

auxquelles chaque valeur a donné lieu, les intéressés pourraient se rendre compte que ces fluctuations ne sont que factices, et qu'ils ne doivent pas en être dupes. Une telle indication aurait encore l'avantage de faire distinguer les valeurs complètement classées et peu mouvementées, de celles, bien classées encore, mais sur lesquelles la spéculation se porte un peu plus, et de celles qui sont surtout des valeurs de spéculation.

L'innovation réclamée par M. Leroy-Beaulieu ne consistait qu'en une indication hebdomadaire, et cet auteur alléguait l'exemple de la cote américaine. Peu de jours après l'apparition de son article, l'*Economiste Français* (1) publiait une lettre rectificatrice, signée des initiales J. M., dans laquelle le signataire indiquait que les journaux quotidiens américains donnent le nombre des titres négociés la veille à la Bourse ; les transactions sont donc indiquées jour par jour, tant à la cote officielle qu'en coulisse ; on peut ainsi se rendre encore mieux compte de l'état du marché. « Si l'on doit faire une réforme à Paris, disait l'auteur de la lettre, ne pensez-vous pas qu'il vaudrait mieux suivre complètement l'exemple de New-York ? » Il est certain que la modification à apporter serait minime, même en instituant le système des renseignements quotidiens ; et l'on permettrait ainsi au capitaliste, par la simple lecture du *Bulletin de la*

(1) *Economiste français*, numéro du 12 octobre 1912.

cote ainsi modifié, de suivre pas à pas toutes les fluctuations du marché, et de noter, pour chaque valeur, de la stagnation, du calme, du mouvement ou de la spéculation.

Nous ne pousserons pas plus loin cette étude sur les principaux marchés financiers du monde. Elle nous aura permis de signaler certaines innovations qu'il y aurait peut-être intérêt à introduire chez nous. Il ne serait pas mauvais, par exemple, qu'on instituât un affichage préalable, en vue de recueillir les observations du public, ainsi que cela se pratique à Londres ou à Bruxelles. Il serait peut-être bon, comme en Espagne, de faire prédominer, en matière de fonds d'Etats, l'intervention du Gouvernement sur celle de la Chambre syndicale.

Quoi qu'il en soit, il nous semble qu'un marché bien organisé doit être, avant tout, un marché où ne sont admises que des valeurs présentant une certaine sécurité; nous savons qu'il sera parfois difficile de formuler sur un tel point une appréciation suffisamment précise; pour y parvenir, dans la mesure du possible, nous estimons que le marché doit être soumis à une autorité sérieuse, qui, sans frapper de prohibition certaines valeurs pouvant rapporter aux capitalistes des bénéfices appréciables, saura néanmoins écarter les valeurs qui feraient courir un danger quelconque à l'épargne publique, ou dont la négociation pourrait porter atteinte aux intérêts diplomatiques ou politiques de la nation.

TROISIÈME PARTIE

CONSÉQUENCES DE L'ADMISSION A LA COTE

L'insistance avec laquelle les émetteurs réclament l'admission de leurs titres à la cote, les précautions qui sont prises par la Chambre syndicale en vue de n'admettre que des titres ayant une situation sérieuse, la réglementation sévère à laquelle elle les soumet préalablement à toute admission, sont autant de points qui démontrent l'intérêt évident qu'il peut y avoir à faire ouvrir le marché officiel français à une valeur quelconque. Il nous paraît même inutile d'insister sur ce fait. Tout établissement émetteur jouira, en France et même à l'étranger, d'un avantage incontestable si ses titres ont libre accès sur un marché financier aussi sérieux que celui de Paris. Les débouchés y sont fréquents et étendus ; il se dégage, en outre, de l'admission sur un tel marché, une impression de loyauté et de bonne tenue en faveur du titre ; et enfin, la valeur peut espérer y trouver presque toujours des transactions nombreuses et à un cours avantageux.

Mais ce n'est pas tout. L'admission à la cote officielle de la Bourse de Paris n'a pas seulement pour

effet d'ouvrir aux valeurs un avenir plus brillant. Il y a encore, du fait de l'admission, une sorte de transformation dans la nature intrinsèque du titre, dans sa situation juridique, dans sa situation fiscale. Nous allons essayer d'exposer cette transformation, dont les éléments sont parfois un peu subtils à saisir. Cette étude nous permettra de comprendre les effets de la distinction employée en pratique entre les « titres cotés » et les « titres non cotés ». Elle nous permettra également d'envisager, à l'occasion, quelques problèmes fiscaux ou financiers intéressants.

Pour plus de clarté dans la matière, nous considérerons successivement les conséquences de l'admission quant à la sécurité probable de la valeur, puis l'influence de l'admission sur la situation juridique du titre et sur ses modes de négociation; nous examinerons, enfin, cette même influence quant à la situation fiscale de la valeur.

CHAPITRE PREMIER

EFFETS DE L'ADMISSION QUANT A LA SÉCURITÉ DE LA VALEUR

Il ne faut pas se méprendre sur les termes mêmes du titre de ce chapitre, et s'imaginer que le fait, pour une valeur, d'être admise à la cote, va procurer à cette valeur une sécurité plus grande que celle dont elle jouissait auparavant. Il n'en est rien. Tout ce que l'on peut dire, c'est que l'admission à la cote entraîne, au point de vue auquel se place le capitaliste, une présomption de sécurité; mais rien de plus. Cela provient de ce qu'une commission, composée de personnes compétentes, consciencieuses et bien choisies, a procédé à un certain examen de la valeur, avant de se prononcer sur son admission. C'est ce contrôle préalable qui peut procurer cette présomption morale de sécurité.

Cette présomption soulève plusieurs difficultés que nous aurons à étudier.

Nous aurons à nous demander, d'abord, si l'examen auquel s'est livrée la Chambre syndicale peut être considéré comme suffisant pour motiver cette présomption de sécurité. Nous nous demanderons

ensuite si cette sorte d'approbation tacite ne va pas lier la Chambre syndicale, et engager sa responsabilité. Nous rechercherons enfin si, en modifiant quelque peu les règles d'admission, on ne pourrait pas obtenir une sécurité plus grande.

Section Première

De l'efficacité des mesures de précaution qui sont prises en vue de l'admission.

Ces mesures sont-elles réellement efficaces, et justifient-elles cette présomption de sécurité dont nous parlions plus haut? Cette question a fait l'objet de discussions à la Société d'Economie politique nationale (1). Des hommes éminents, comme MM. Cauwès, Théry, etc., ont conclu à l'insuffisance de semblables mesures. Nous essaierons de donner notre avis sur ce point.

L'examen de la Chambre syndicale est-il efficace? En matière de valeurs françaises, les pièces nécessaires pour constituer le dossier, et dont nous avons donné, plus haut, l'énumération, ne sont certes pas un gage absolu de la sécurité du titre. Les pièces les plus importantes, notamment les statuts, ou l'expédition notariée de la déclaration de souscription du capital social ont évidemment une valeur réelle; mais quels sont les statuts qu'on ne puisse violer? quel est le capital social qu'on ne

---

(1) *Bulletin mensuel de la Société d'économie politique nationale.* Séance du 13 juin 1900.

puisse dilapider? On a vu des sociétés que nous ne voulons pas citer, munies de statuts impeccables, ayant constitué un capital social sérieux, et conforme à toutes les règles légales, qui ont cependant fait des faillites retentissantes. Ce sont, évidemment, des faits de ce genre qui ont permis à des hommes comme M. Cauwès de formuler des critiques, en apparence fondées, contre cette prétendue sécurité du titre lorsqu'il a résisté à l'examen de la Chambre syndicale et qu'il a été inscrit à la cote.

Mais à cette critique, nous répondrons qu'une telle garantie de sécurité, pour être appréciée à sa juste valeur, doit être considérée comme toute relative. Une société peut se présenter sous les meilleures apparences, mais personne ne peut dire qu'elle ne croulera pas dans un délai indéterminé; pas plus qu'on ne peut certifier qu'un navire, construit dans toutes les règles de l'architecture nautique ne fera pas naufrage un jour ou l'autre. Il y a des circonstances fortuites que les hommes les plus compétents ne peuvent prévoir.

En matière de valeurs étrangères, M. Cauwès s'est livré à des critiques analogues. Il rappelle les conditions principales qui sont préalables à l'admission, savoir l'existence régulière de l'établissement émetteur dans son pays d'origine, l'admission de la valeur à la cote de la Bourse de son pays d'origine, enfin l'acceptation, par la Chambre syndicale, d'admettre ces valeurs à notre cote. Il se demande alors si ces conditions ont une efficacité réelle.

A propos des deux premières conditions, il dit: « La reconnaissance de la société en pays étranger est une condition évidemment primordiale, car une société ne peut avoir des titres qui soient l'objet d'une négociation régulière si elle n'existe pas légalement; seulement, je fais observer que cette condition, supposée remplie, n'est aucunement concluante en ce qui concerne la négociation sur notre marché financier. Effectivement, la question d'existence légale à l'étranger a une conséquence normale, c'est que la société qui existe à l'étranger existe aussi bien en France, en tant qu'il s'agit d'exercer ses droits, d'agir en justice, de faire des affaires qui rentrent dans son objet. Quant à la négociation ou à l'émission en France, c'est une affaire d'une tout autre nature; ici, il ne s'agit pas de la simple existence de la société, de l'exercice de ses droits; il s'agit de l'investiture du marché financier à accorder ou non à cette société; on ne peut donc conclure de ce que la société existe chez elle à son droit de prendre possession de notre marché. »

Quant à la troisième condition, relative au rôle de la Chambre syndicale, M. Cauwès dit: « Une valeur est admise à la cote officielle; le public sait le fait, mais il n'en sait pas les causes; la Chambre syndicale a un pouvoir discrétionnaire dont elle fait un usage excellent sans doute, mais le public ne peut être renseigné sur les motifs qui ont fait admettre, par la Chambre syndicale, cette valeur à la cote officielle. »

Cette opinion étant revêtue de l'autorité d'un homme aussi éminent que l'ancien doyen de la Faculté de droit de Paris, il nous paraît malaisé d'en faire la critique. Il nous semble cependant qu'on pourrait y faire l'objection suivante : Veut-on, oui ou non, ouvrir, dans une certaine mesure, notre marché à des valeurs venues de l'étranger ? L'affirmation n'est presque contestée par personne (1). Dès lors, le capitaliste qui achète une valeur étrangère peut s'estimer déjà heureux de savoir avec certitude que cette valeur a été émise par une société qui existe légalement dans son pays d'origine, et qu'il n'a pas à craindre d'apprendre, un moment ou l'autre, que la société en question existait seulement dans son imagination, induite en erreur par une publicité fallacieuse. Ce même capitaliste pourra également fonder de légitimes espoirs sur le succès de son opération, s'il sait que la valeur étrangère qu'il achète sur le marché officiel français a été admise à la cote dans son pays d'origine et est présentée aux nationaux mêmes de ce pays comme une valeur sur laquelle on peut compter. Ce même capitaliste ne pourra-t-il, légitimement, avoir confiance en cette valeur, s'il sait

(1) Si nous avons fait nous-même des réserves sur ce point, nous n'avons jamais prétendu interdire complètement l'entrée des valeurs étrangères sur notre marché. Nous avons seulement voulu dire que nos valeurs françaises ne doivent pas souffrir de la concurrence, et que c'est plutôt l'excédent de notre épargne qui doit alimenter les valeurs venues de l'étranger.

qu'elle a obtenu l'approbation d'une commission d'hommes compétents, dont la seule préoccupation doit être de fermer notre marché aux valeurs douteuses et de l'ouvrir à celles qui paraissent sérieuses? Qu'importe que leur décision ne soit pas motivée? Si nous avons confiance en leur compétence, le fait qu'ils ont fourni un avis favorable à l'admission d'une valeur, n'indique-t-il pas que ces hommes, considérés par hypothèse comme honnêtes et probes, n'ont dû agir qu'à la suite de motifs sérieux et de considérations efficaces? Enfin, ce même capitaliste ne peut-il, légitimement, avoir confiance, s'il sait que le projet d'admission a été soumis à l'approbation gouvernementale? Nous savons très bien que M. Cauwès faisait des réserves quant à l'efficacité de cette intervention ministérielle: « Je ne crois pas, disait-il, que le ministre des finances fasse souvent usage de son droit..., le public ne peut trouver ainsi dans l'admission à la cote une protection quelconque. » Mais est-ce là une critique? M. Cauwès ne croit pas que le ministre fasse souvent usage de son droit; mais cela empêche-t-il ce droit d'exister? cela empêche-t-il le ministre d'en faire usage si, un moment, il l'estime nécessaire? L'institution, en théorie, reste bonne. En pratique même, nous avons des exemples d'interventions gouvernementales qui ont été efficaces (1).

(1) Vers 1910, par exemple le Gouvernement danois avait émis l'intention d'augmenter ses droits de douane

Et alors, à tous ceux qui nient l'utilité de la protection qui résulte, pour le capitaliste, de l'inscription à la cote, nous répondrons : Que voulez-vous de plus? Peut-on vous donner des garanties plus grandes? Croyez-vous qu'il soit humainement possible de certifier, avec exactitude, que telle entreprise est assurée d'un plein succès, et que le capitaliste peut s'y lancer les yeux fermés — et les poches ouvertes? La Chambre syndicale nous donne le résultat de ses investigations. Recueillez-le comme le parieur recueille le « bon tuyau », comme le joueur recueille « le truc » que lui suggère un collègue plus avisé et désintéressé; mais ne prétendez pas trouver, dans ces conseils, des renseignements infaillibles, et ne vous retournez pas contre ceux qui vous les ont donnés, lorsque ces conseils ont déçu votre espérance.

Voilà ce qu'on peut répondre aux critiques que nous exposions plus haut. La garantie de sécurité qui nous est offerte n'est qu'une garantie de sécu-

---

sur les vins de France ; le Gouvernement français lui fit alors savoir que si une telle mesure était prise, il fermerait la cote officielle à tout emprunt danois. Nous avons un autre exemple au sujet de l'emprunt intérieur argentin 5 % or 1909 ; le produit de cet emprunt avait été employé, par le Gouvernement argentin, à des commandes d'armes réalisées surtout en Allemagne ; pour protester contre ce préjudice causé à nos industries nationales, le ministre des finances français s'opposa, pendant environ un an, à l'admission de cet emprunt à notre cote. Cf. *Economiste français*, 13 août 1910.

rité relative. C'est tout ce que nous pouvons obtenir; n'exigeons pas davantage. « Assurément, comme le disait M. Théry, tout cela ne garantit pas que la société en question ne fera pas faillite au bout de deux ou trois ans; mais il n'y a pas de loi qui pourrait offrir cette garantie. »

Telle est notre opinion. Elle a déjà été exprimée par des hommes éminents et compétents en matière de finance. En 1895, M. Doumer, ministre des finances, déclarait: « Le contrôle des agents de change ne constitue pas un brevet pour les valeurs, ne garantit pas qu'elles sont bonnes; mais il permet d'affirmer que la société est sérieuse, qu'elle a une existence matérielle incontestable. »

Et M. de Verneuil, syndic honoraire des agents de change disait, dans un sens analogue: « Grâce à la sélection par l'admission à la cote, le public aura des garanties sérieuses qui lui font défaut ; le contrôle des agents de change permet d'affirmer que la société ayant émis les titres est sérieuse, qu'elle fonctionne régulièrement, qu'il n'y a aucun risque à courir, soit pour les négociations, soit pour les livraisons. » (1)

---

(1) D'après C. Labrousse. Le conditionnement des valeurs mobilières. *Revue politique et parlementaire*, 1896, tome X. M. Labrousse conclut dans un sens différent des auteurs que nous venons de citer : « Il est vrai que la Chambre syndicale peut réclamer toutes pièces, justifications et renseignements qu'elle juge nécessaires. Ces justifications sont-elles suffisantes ? Ces garanties ne con-

Enfin, pour fortifier notre opinion par un argument légal, rappelons que la loi du 30 juin 1907 exige la publication d'un prospectus contenant certaines énonciations (1). Ces renseignements pourront donner au capitaliste des éléments d'investigation supplémentaires, il pourra, dans une certaine mesure, refaire l'examen de la Chambre syndicale. Mais nous reconnaissons qu'il manquera toujours au capitaliste une éducation financière suffisante, et c'est ce qui lui causera presque toujours les plus grands déboires. Mais cette éducation financière est très difficile à réaliser. En tout cas, il nous semble que l'autorité officielle ne pourra guère fournir que des indications, des suggestions, des moyens d'information ; c'est à l'initiative personnelle qu'incombe le plus gros de la tâche.

Section II

DE LA RESPONSABILITÉ DE LA CHAMBRE SYNDICALE

Nous venons de dire que la Chambre syndicale, au moyen de l'admission accorde à la valeur comme une reconnaissance tacite de sécurité. On peut dès lors se demander si cet acte n'entraînera pas,

---

cernent que l'existence de la société, sans être une preuve de la validité de sa constitution. La Chambre syndicale est déchargée de toute responsabilité si, au moment de l'admission à la cote, les apparences étaient régulières. »

(1) Voir plus haut. Deuxième partie. Chapitre III.

pour la Chambre syndicale, une certaine responsabilité.

Les opinions les plus diverses ont été émises sur ce point ; nous les rappellerons rapidement ; nous indiquerons ensuite dans quel sens la jurisprudence paraît actuellement fixée.

I

Solutions théoriques des auteurs

Certains auteurs ont émis l'opinion que la Chambre syndicale devait être déclarée responsable à raison de la décision qu'elle prend. Voici ce que dit, en ce sens, M. Crépon : « Ce serait véritablement une chose unique que celle d'une réunion de personnes ayant reçu un pouvoir aussi considérable que celui confié à la Chambre syndicale, un pouvoir qui lui permet, en quelque sorte, de disposer du marché financier, et l'exerçant sans contrôle, sans responsabilité, au gré de son bon plaisir ; une pareille thèse ne peut sérieusement se soutenir. » (1)

De son côté, M. l'avocat général Desjardins disait, à la Cour de cassation : « A mes yeux, plus les droits sont grands, plus grands sont aussi les devoirs ; plus le mandat est complexe, plus il em-

---

(1) Crépon. Négociation des effets publics et autres, p. 341.

brasse d'objets, et moins on peut supposer que le mandataire soit dispensé de rendre des comptes. » (1)

D'autres auteurs, plus nombreux peut-être, sont partisans de la non-responsabilité. M. Ruben de Couderc déclare que « la Chambre syndicale ne garantit pas la valeur des effets dont elle constate les cours ; c'est à ceux qui opèrent d'en connaître la solidité » (2).

Voici, d'autre part, ce qu'écrit M. Waldmann : « Il ne s'est jamais trouvé, et ne se trouvera certainement jamais un tribunal capable de sanctionner cette énormité que l'admission à la cote garantit à l'acheteur qu'il fait une bonne opération. » (3)

Cette non-responsabilité est basée, chez ces auteurs, sur des motifs purement rationnels. Dans d'autres cas, on a expliqué la non-responsabilité en disant que la Chambre syndicale agit « sous l'autorité du ministre des finances, et que, par conséquent, son appréciation étant subordonnée à celle du ministre des finances, on ne peut l'en rendre responsable. » A cet argument, on peut répondre que les pouvoirs de la Chambre syndicale et du Gouvernement sont très nettement séparés. Il résulte, en effet, de ce que nous avons déjà dit, que ces deux organes ont chacun leur fonction propre.

---

(1) Rapport sous cassation, 4 décembre 1877. Dall. 78-I-249.

(2) Ruben de Couderc. Dictionnaire de droit commercial. *V°* Agent de change.

(3) Waldmann. La profession d'agent de change, n° 329.

Nous avons cité, plus haut, un certain nombre de textes desquels il résulte que le Gouvernement n'a jamais voulu retirer à la Chambre syndicale, malgré le consentement de celle-ci, la charge de statuer sur l'admission.

Cette réfutation d'un argument en faveur de la non-responsabilité nous amène à donner une opinion intermédiaire, admise par certains auteurs, et qui nous paraît être la bonne. D'après M. Buchère, la responsabilité de la Chambre syndicale n'est limitée qu'au seul cas où l'émission des valeurs n'aurait pas été régulière (1). MM. Lyon-Caen et Renault admettent, eux aussi, une solution identique : « La responsabilité de la Chambre syndicale serait engagée en cas d'admission à la cote d'une valeur qui ne réunirait pas les conditions requises. » (2)

Il résulte de ces dernières opinions que la Chambre syndicale ne sera pas responsable, à moins que, dans son acte, il y ait une faute lourde qui lui soit imputable ou un acte dolosif quelconque. Cette théorie intermédiaire nous paraît la meilleure. Nous allons, d'ailleurs, voir que la jurisprudence s'y est arrêtée.

---

(1) Buchère. Traité des valeurs mobilières, § 1168.

(2) Lyon-Caen et Renault. Manuel de droit commercial, p. 615, note 2.

II

Solutions pratiques de la jurisprudence

Nous allons essayer de résumer les solutions jurisprudentielles ; mais nous ferons remarquer que les décisions sur ce point sont très rares. Il n'y a guère qu'un arrêt de principe véritablement net, l'arrêt de cassation du 4 décembre 1877, déjà cité. C'est lui qui nous permettra de résoudre des questions non prévues en pratique.

Nous nous placerons à trois points de vue distincts, examinant successivement l'admission, le refus d'admission, et le retrait de la cote (1).

I. *Admission à la cote.* — La Cour de cassation s'est formellement prononcée sur la question de responsabilité dans l'affaire de la Compagnie du chemin de fer de Memphis El Paso and pacific railroad, devenue, plus tard, la Compagnie du Transcontinental du Sud des Etats-Unis.

Cette compagnie avait émis des bons hypothécaires pour lesquels, après examen favorable de la Chambre syndicale, elle avait obtenu l'admission à la cote de la Bourse de Paris. L'émission eut un grand succès ; mais la société tomba rapidement

(1) Pour plus de détails sur ces divers points, se reporter aux notes qui accompagnent l'arrêt du 4 décembre 1877. Dall. 1878-I-251 ; — Sir. 78-I-369.

en décadence, et lorsqu'on eut déclaré la faillite, les porteurs s'aperçurent qu'il n'y avait plus rien dans la caisse. Certains d'entre eux intentèrent alors un procès, non seulement aux émetteurs peu scrupuleux, mais aussi à la Chambre syndicale considérée comme fautive d'avoir admis à la cote des valeurs aussi peu recommandables. Le tribunal de commerce de la Seine, le 25 mars 1874, condamna la Chambre syndicale, sous prétexte que, par suite de l'examen auquel elle doit se livrer, une décision favorable de sa part recommande implicitement la valeur au public, et lui donne un caractère sérieux. En appel, la Cour de Paris, le 24 juillet 1875, confirma cette solution. Il y eut alors un pourvoi en cassation, à la suite duquel la Chambre civile de la Cour suprême, dans un arrêt du 4 décembre 1877, maintint la responsabilité de la Chambée syndicale, considérée comme n'ayant pas fait un examen suffisant de la valeur avant de se prononcer sur son admission. L'arrêt ne mettait pas en doute la parfaite bonne foi des membres de la Chambre syndicale, mais estimait que cela ne suffisait pas pour dégager leur responsabilité. Il faisait reposer celle-ci, conformément à l'article 1383 du Code civil, sur une négligence ou une imprudence.

Il résulte d'une telle décision les principes suivants: lorsque l'admission a été prononcée en toute régularité, et après un examen attentif de la part de la Chambre syndicale, aucune responsabilité ne peut être imposée à celle-ci. Mais, si l'on

parvenait à établir que la Chambre syndicale, qui a accordé l'admission, n'aurait pas dû conclure en ce sens, si elle avait fait un examen plus sérieux du dossier, alors sa responsabilité pourrait être engagée. On se rappelle, en effet, les termes mêmes de la lettre ministérielle du 12 novembre 1825, déclarant que l'examen de la Chambre syndicale devait être « tel que le public ne soit pas induit en erreur sur la nature du titre ». Dès lors, si l'enquête est insuffisante et ne porte pas sur tous les points prévus par les lois et les circulaires ministérielles, la Chambre syndicale devra être rendue responsable.

Il en serait de même si elle avait accordé l'admission à des titres d'une constitution irrégulière : toute faute engendre une responsabilité. Il en serait encore de même, à plus forte raison, si la Chambre syndicale pouvait se voir reprocher un acte dolosif ou frauduleux.

II. *Refus d'admission.* — Nous ne connaissons pas de décisions jurisprudentielles se prononçant nettement sur ce point. Nous pouvons, néanmoins, résoudre la question au moyen des principes exposés plus haut.

Une société réclamant l'admission de ses titres à la cote n'a pas un droit acquis à l'obtenir. Où serait la liberté d'appréciation de la Chambre syndicale? Que deviendrait la souveraineté de sa décision? La société ne pourrait donc actionner la Chambre syndicale en responsabilité à raison de son refus.

Mais est-ce à dire que la Chambre syndicale accomplit un acte en quelque sorte administratif, lui permettant d'agir d'une façon quasi-arbitraire, et faisant d'elle une personne morale radicalement irresponsable? Nous ne voulons pas aller jusque-là, et les principes jurisprudentiels nous semblent d'ailleurs s'y opposer. Nous croyons, au contraire, que la Chambre syndicale accomplit un acte qu'on pourrait qualifier acte commercial, qui se trouve soumis au respect de certaines règles. Dès lors, si le refus ne se trouvait pas justifié, si l'examen de la Chambre syndicale était incomplet, insuffisant, irrégulier, si la Chambre syndicale pouvait se voir opposer une accusation de fraude ou de dol, il nous semble que, dans tous ces cas, sa responsabilité pourrait être mise en jeu, conformément au droit commun. Il faut, en effet, remarquer que si la société émettrice n'a pas un droit acquis à l'admission de ses titres à la cote, elle a, au moins, le droit de voir examiner sa requête dans ce but, avec attention, avec bienveillance, avec régularité. Toute atteinte à ces droits peut lui donner l'ouverture d'une action en responsabilité.

III. *Retrait de la cote.* — Nous avons déjà indiqué, sur ce point, la solution de la jurisprudence (1). Un arrêt du 4 décembre 1877 (Saurigues

---

(1) Voir plus haut. Deuxième partie. Chapitre IV

contre Chambre syndicale), rendu le même jour que celui de la Compagnie du Transcontinental américain, déclare, nous l'avons vu, que la Chambre syndicale agit librement, et n'est pas responsable de la chute des cours que peut procurer le retrait de la cote.

On se rappelle les détails du procès. Il semble, qu'en l'espèce, la Chambre syndicale, déclarant la parité de deux titres, antérieurement distincts au point de vue de leur livraison, aurait pu être rendue responsable de la chute des cours dont fut frappé le plus haut coté de ces deux titres; elle semble bien, en effet, ainsi qu'on l'a fait remarquer, être sortie des bornes de ses fonctions, et le jugement du Tribunal de la Seine, disant que: « la Chambre syndicale, pouvant rayer une valeur de la cote, pouvait, à plus forte raison, décréter l'équivalence entre deux titres différents », semble bien aller un peu loin.

Mais, sans discuter la question d'espèce, nous devons constater que le principe de non-responsabilité est formellement établi. Et il est bien certain qu'une telle solution est la meilleure, lorsque la Chambre syndicale n'a aucune manœuvre dolosive, arbitraire, ou irrégulière à se reprocher. Il en serait tout autrement dans le cas contraire, et elle pourrait, en cas de fraude ou de dol, se voir actionnée en responsabilité par ceux que sa décision aurait lésés.

Tels sont, en résumé, les principes qui se dégagent de la jurisprudence. Elle s'est assez rarement

prononcée ; mais elle a posé des règles qui permettent de résoudre, par analogie, des points non encore envisagés. Au reste, les solutions auxquelles nous arrivons sont acceptées, d'une façon générale, par les meilleurs auteurs (1).

Section III

DES RÉFORMES POSSIBLES A APPORTER A L'ADMISSION A LA COTE EN VUE D'OBTENIR UNE PLUS GRANDE SÉCURITÉ

Nous n'ignorons pas qu'il est souvent délicat d'entrer dans la voie des réformes possibles ; il est plus facile de proposer que de réaliser, et les systèmes constructifs les plus ingénieux échouent souvent, faute de moyens de les mettre en pratique. Nous pensons, cependant, qu'il n'est pas inutile d'indiquer, ici, les quelques réflexions que peut nous suggérer notre étude sur le fonctionnement actuel de la cote officielle, ainsi que notre examen de législation internationale comparée.

Il existe, tout d'abord, un certain nombre de réformes qui nous paraissent bonnes et que nous puisons dans les diverses législations étrangères. En voici quelques-unes.

(1) Cf. Lyon-Caen et Renault. Traité de droit commercial, tome IV, p. 680-681.

Nous avons rencontré, plus haut (1), une institution excellente qui fonctionne, notamment, à Londres et à Bruxelles, savoir l'affichage préalable de la demande d'admission, en vue de laisser au public la faculté de faire connaître son appréciation. Ce procédé n'est pas inconnu en droit français, puisqu'il fonctionne, notamment, en matière de publication de mariage, en vue de faciliter les oppositions à la célébration de celui-ci (2). Ne pourrait-on pas l'introduire également en matière de Bourse?

Nous avons aussi rencontré, à la Bourse de Madrid, une pratique qu'on pourrait introduire en France. Quand il s'agirait de fonds d'Etats, la demande d'admission serait adressée d'abord au Gouvernement qui statue en prenant seulement l'avis de la Chambre syndicale. Quand il s'agirait, au contraire, de titres de sociétés privées, la demande serait adressée directement à la Chambre syndicale, qui, après avoir statué, informerait le ministre de sa décision. Ainsi seraient nettement tranchées les attributions respectives des deux organes, l'un envisageant le point de vue financier, l'autre le point de vue politique et diplomatique.

Pour plus de sécurité, et aussi en vue d'enrayer l'exode des capitaux à l'étranger, on pourrait, comme en Portugal, exiger, pour l'admission des valeurs étrangères, une autorisation formelle du

---

(1) Deuxième partie. Chapitre V.
(2) Cf. Art. 63 et suiv. du Code civil.

ministre des affaires étrangères. Cette manifestation expresse de sa volonté serait vraisemblablement précédée d'un examen très approfondi de sa part.

On pourrait encore emprunter à la Bourse de New-York la pratique que nous avons également signalée, consistant à mentionner, chaque semaine, sur le *Bulletin de la cote,* le nombre total des titres de chaque espèce qui ont été négociés. Cette réforme, facile à réaliser, et dont on a réclamé, nous l'avons vu, l'introduction en France (1), donnerait à notre marché une sincérité incontestable.

Bref, on voit que l'étude de la législation comparée nous fournit d'excellents projets de réforme, et il y aurait, pour le capitaliste comme pour le crédit français, un réel avantage à voir ces projets se réaliser.

***

Les auteurs, et les théoriciens de la finance ont, à diverses reprises, suggéré des modifications parfois profondes au régime actuel de notre Bourse. Mais, contrairement aux réformes tirées des législations étrangères, ces projets ont l'inconvénient de n'avoir pas encore fait leurs preuves, et l'on comprend l'hésitation des législateurs à s'y aventurer.

M. Labrousse proposait, il y a quelques années,

(1) *Economiste français,* 5 et 12 octobre 1912.

le système suivant (1). La Chambre syndicale serait rendue maîtresse absolue de sa cote, ce qui lui donnerait juridiquement le droit d'exiger, préalablement à toute admission, l'accomplissement, de la part du requérant, d'un certain nombre de formalités et de mesures de publicité. Elle imposerait aux émetteurs de fournir les renseignements les plus précis sur la situation de la société et sur la valeur des titres ; elle pourrait, dès lors, constituer, pour chaque valeur admise à la cote, un dossier très complet, perpétuellement tenu au courant, et qui serait précieux pour le capitaliste désireux de contrôler et de raisonner ses placements. Cela ne changerait rien aux règles de la responsabilité de la Chambre syndicale. Il n'y aurait, de sa part, qu'une offre, faite aux capitalistes, de documents sérieux et utiles. Par suite, ne seraient cotées que les valeurs qui se soumettraient à ce régime, c'est-à-dire celles qui ne redouteraient pas la publicité. La garantie née de l'admission à la cote serait ainsi accrue (2). Tel

---

(1) Labrousse. Le conditionnement des valeurs mobilières *Revue politique et parlementaire*, octobre 1896, pages 120 et suivantes.

(2) Il existe en Angleterre, à Somerset House, un service public qui donne, moyennant paiement d'un droit très minime, communication d'un dossier établi pour toute valeur et contenant un exemplaire *in extenso* de toutes les pièces qui peuvent paraître nécessaires pour éclairer e capitaliste sur la valeur en question, statuts de la société, bilan, listes d'actionnaires, etc., Cf. Guilmard. Le marché libre de la Bourse de Paris 1912 Il serait bon de créer, en France, un office centralisateur analogue, de

est le projet de M. Labrousse. Si la réalisation pratique en est possible, il est indiscutable qu'on devrait le mettre à exécution, car, théoriquement, on ne peut certainement pas le critiquer.

On a également proposé un système de défense basé sur le principe de l'arbitrage obligatoire. Il y aurait comme une sorte de juridiction destinée à trancher les différends financiers entre Etats, et chaque pays devrait se soumettre aux sentences de ce tribunal suprême, sous peine de se voir contraint d'y adhérer par des mesures coercitives de la part des autres Etats (1).

Les grands marchés financiers, comme Paris, Londres, Bruxelles, pourraient également prendre l'initiative de certaines mesures de publicité ou de sécurité qu'ils imposeraient aux émetteurs de titres, sous peine, pour ceux-ci, de se voir opposer une sorte de blocus des cotes. Ce serait là comme un moyen d'intimidation par lequel les grands marchés financiers pourraient imposer leurs conditions (2).

---

même qu'on a créé, en matière de propriété industrielle, un office national qui fournit tous les renseignements nécessaires sur les diverses branches de la propriété industrielle. Cf. R. Aubry. *Op. cit.*, p. 97.

(1) Proposition de M. Garié, au Congrès de la paix de Berne, 1892. — Politis. Les emprunts d'Etats en droit international. Thèse, Paris, 1894 — Lewandowski. De la protection des capitaux empruntés en France par les Etats étrangers ou les sociétés. Thèse, Lyon, 1896.

(2) Lacombe. Rapport au Congrès des valeurs mobilières de Paris, 1900. De la défense des porteurs de titres

De tels moyens de coercition pourraient avoir une efficacité pratique réelle; mais il est toujours délicat d'user de représailles dans les rapports entre nations; et ces procédés risqueraient peut-être de provoquer des troubles internationaux, plus funestes encore pour le crédit public que la perte de leurs capitaux par quelques rentiers parfois imprudents.

En somme, il est certain qu'il faudrait multiplier toutes les réformes qui seraient susceptibles d'écarter le hasard et les aléas dans les placements en Bourse. Mais il apparaît, par l'examen même du marché financier, que toutes ces réformes ne seront que des palliatifs, et qu'il restera toujours un élément d'expérience personnelle, et aussi de hasard et de risque à courir.

---

de fonds d'Etats étrangers. En ce même sens : Guillaume. L'épargne française et les valeurs mobilières étrangères. Thèse, Paris, 1906.

CHAPITRE II

EFFETS DE L'ADMISSION QUANT A LA NÉGOCIABILITÉ DES TITRES

Ce chapitre va nous permettre d'étudier la valeur cotée à un nouveau point de vue. On voit souvent, dans la pratique et dans les textes, la notion de « valeur cotée » opposée à celle de « valeur non cotée ». Si, dans certains cas, notamment au point de vue de la sécurité, cette opposition n'est pas très juste, elle est, au contraire, très nette, si l'on considère la négociabilité de la valeur. Les règles de la négociation d'un titre coté ne sont pas les mêmes que celles de la négociation d'un titre non coté; des intermédiaires différents interviennent suivant les cas; certaines modalités de la vente seront possibles pour l'une des catégories de valeurs et pas pour l'autre. Bref, nous allons voir que la valeur cotée jouit d'une situation juridique différente de la valeur non cotée.

Section Première

INFLUENCE DE LA COTATION QUANT AUX INTERMÉDIAIRES CHARGÉS DE LA NÉGOCIATION

On sait que, pour les valeurs mobilières, le régime normal de négociation n'est guère la tradition

de la main à la main. Ainsi que nous l'avons dit, les acheteurs et les vendeurs se rencontrent sur un marché unique, la Bourse, où s'opèrent les transactions. Plus exactement, ceux qui désirent vendre leurs titres et ceux qui veulent en acheter, ont chacun recours à un intermédiaire qu'ils chargent de se rendre à la Bourse pour y effectuer l'opération. Il y a deux sortes d'intermédiaires : les agents de change et les banquiers-coulissiers.

Il nous a semblé utile de rappeler ces détails, pour poser maintenant le principe suivant, savoir que ces deux catégories d'intermédiaires n'interviennent pas indistinctement, et que, selon que la valeur à négocier a été ou non admise à la cote, c'est à telle de ces deux catégories d'intermédiaires qu'il faudra faire appel.

Il y a donc une distinction très nette à établir. Quel en est le critérium? Il est formulé dans l'article 76 du Code de commerce ainsi conçu : « Les agents de change ont seuls le droit de faire les négociations des effets publics et autres susceptibles d'être cotés. »

Nous avons déjà dit, mais nous croyons utile de le rappeler ici, ce qu'on entend par « valeurs susceptibles d'être cotées ». La Cour de cassation a estimé que par les mots : « effets susceptibles d'être cotés, dont la négociation appartient exclusivement aux agents de change, l'article 76 entend les effets dont le cours est habituellement relevé dans les termes de l'article 72 du Code de commerce, et qui,

par les conditions de régularité, de garanties sérieuses, et de fréquence d'échanges dans lesquelles ils se trouvent, ont été jugés, par la Chambre syndicale, aptes à être portés sur la cote officielle de la Bourse » (1).

Il résulte donc des arrêts interprétatifs de l'article 76 du Code de commerce que les valeurs figurant effectivement sur la cote officielle ne peuvent être négociées que par l'intermédiaire d'un agent de change. C'est donc, d'après l'article 76 ainsi interprété, la cote officielle de la Bourse de Paris qui sert de limite aux attributions respectives des deux catégories d'intermédiaires de Bourse que nous avons signalées.

En somme, il y a, au bénéfice des agents de change, un monopole de négociation pour les valeurs inscrites à la cote.

Quelle est la portée de ce monopole? Il signifie que tout capitaliste, voulant effectuer, sur une valeur cotée, une transaction quelconque, vente ou achat, devra, nécessairement, recourir à un agent de change. Pour ceux qui admettent la légalité d'une vente directe entre parties, portant sur une valeur cotée (2), la formule ci-dessus se modifie quelque peu, et s'exprime alors de la façon suivante : tout propriétaire de titres cotés qui veut les

---

(1) Cass., 1er juillet 1885. Sir. 1885-I-257. Voir aussi Cass., 9 mars 1886. Dall. 1886-I-266.

(2) Voir plus loin, à la section II de ce chapitre, notre discussion sur ce point.

vendre peut le faire librement, s'il trouve lui-même un acquéreur, mais s'il veut s'adresser à un intermédiaire pour lui découvrir une contre-partie, il ne peut recourir qu'à un agent de change ; l'acquéreur, recherchant un vendeur, est, lui aussi, soumis aux mêmes obligations.

D'ailleurs,ceux qui estiment qu'une vente directe entre parties est légitime, même lorsqu'elle porte sur valeurs cotées, sont cependant obligés d'introduire des dérogations à leur théorie, et ces dérogations augmentent d'autant la portée du monopole accordé aux agents de change.

Une jurisprudence récente a d'abord restreint la possibilité d'effectuer une vente directe, sans intermédiaires, au seul cas où le titre négocié est livré immédiatement et sans condition, contre paiement immédiat et direct du prix (1). Chaque fois qu'il en sera différemment, les parties devront avoir nécessairement recours à un agent de change.

Une nouvelle disposition extensive du monopole résulte du décret du 16 janvier 1808, arrêtant les statuts de la Banque de France ; son article 4 est ainsi conçu : « La transmission des actions s'opère par de simples transferts sur des registres doubles tenus à cet effet. Elles sont valablement transférées par la déclaration du propriétaire ou de son fondé de pouvoir, signée sur les registres et certifiée

(1) Cass. 21 mars 1893. Sir. 1893-I-241. — Paris, 9 avril 1908. D. 1908-II-153. — Cass., 4 janvier 1910. D. 1911-I-17 et la note de M. le professeur J. Percerou.

par un agent de change, s'il n'y a opposition signifiée et visée à la Banque. » Le transfert des actions de la Banque de France ne s'opère donc valablement que par l'intermédiaire d'un agent de change.

Il en est de même pour les titres nominatifs de rente française. Le décret du 27 prairial an X, article 15, déclarait déjà : « A compter de la publication du présent arrêté, les transferts d'inscriptions sur le Grand-Livre de la Dette publique seront faits au Trésor public, en présence d'un agent de change de la Bourse de Paris, qui certifie l'identité du propriétaire, la vérité de sa signature et des pièces produites. » Un arrêté du ministre des finances du 26 février 1821 confirmait la nécessité de l'intervention d'un agent de change pour les transferts de rentes sur l'Etat, et la nécessité d'un bordereau signé par lui. Cette même disposition est encore confirmée par la loi du 20 juin 1885 concernant la signature et la certification des transferts de rentes sur l'Etat, dont l'article unique est ainsi conçu : « Les déclarations et certificats de transferts de rentes sur l'Etat sont dressés, signés et scellés dans les bureaux de l'agent de change négociateur, et déposés ensuite au Trésor. » (1)

Enfin, certaines sociétés ayant émis des titres nominatifs stipulent dans leurs statuts que le transfert de ces titres ne pourra être réalisé que par l'en-

---

(1) Cette loi est accompagnée d'une note relative à son exécution et renfermant des dispositions pratiques et réglementaires sans importance.

tremise d'un agent de change, et l'article 76, alinéa 3, du décret du 7 octobre 1890 a même prévu formellement l'hypothèse (1).

Telle est la portée du monopole réservé aux agents de change et dont la notion de cote sert particulièrement à fixer les bornes. La loi ayant accordé ce privilège devait en assurer en même temps le respect.

Quelle est donc la sanction de ce monopole?

Elle est triple. Elle est, à la fois, pénale, civile et fiscale.

La sanction pénale est une amende correctionnelle prévue par l'article 8 de la loi du 28 ventôse an IX, et égale au minimum au douzième, et au maximum au sixième du cautionnement des agents de change. Elle frappe non seulement l'intermédiaire qui s'est immiscé dans les fonctions qui appartenaient de droit à l'agent de change, mais aussi les banquiers, remisiers, négociants, qui ont reçu l'ordre du client, et qui, au lieu de le remettre à un intermédiaire officiel, l'ont fait exécuter par un courtier irrégulier. Cette loi a été modifiée en 1912, sur la proposition de M. de Monzie; il a été décidé que la personne qui aurait provoqué l'acte illicite de la part d'un intermédiaire irrégulier,

(1) « Les agents de change peuvent délivrer toutes les certifications et légalisations que comporteraient, d'après les statuts des établissements qui les ont émises, les opérations diverses relatives aux valeurs mobilières. » (D. 7 oct. 1890, art 76, alinéa 3).

n'aurait pas le droit de venir ensuite porter plainte contre cet intermédiaire ; il en résulte que la poursuite ne pourra être exercée que sur réquisition du ministère public ou sur la plainte de l'agent de change intéressé (1).

La sanction civile soulève une question plus délicate. Le principe, c'est la nullité de l'opération ; cette nullité entraîne des conséquences particulières. Pour le capitaliste qui s'est adressé à un intermédiaire marron, il ne peut réclamer de celui-ci ni la remise des titres, s'il s'agissait d'un achat, ni la remise de sommes constituant le prix de vente, s'il s'agissait d'une vente. Inversement, l'intermédiaire irrégulier n'a pas le droit, s'il a vendu les titres avant de les détenir par devers lui, d'en réclamer la livraison au client ; s'il a acheté des titres pour le client, il n'a pas davantage le droit de lui réclamer les sommes nécessaires pour régler l'acquisition.

La jurisprudence ne veut considérer cette nullité que comme un moyen de défense ; c'est-à-dire que l'une quelconque des deux parties, actionnée en justice pour l'exécution du marché, pourra se prévaloir de la nullité de la négociation, pour refuser cette exécution. Par contre, en aucun cas, cette nullité ne pourra servir de base à une action en justice ; admettons, par exemple, qu'un capitaliste ait fourni une certaine somme à un intermédiaire

(1) *Journal officiel*. Séance du 28 décembre 1911 ; pages 4388 et 4389.

irrégulier, en vue de l'acquisition de certains titres ; si ce capitaliste veut ensuite faire disparaître les effets du contrat et se faire restituer les sommes, en arguant de la nullité de l'opération, il ne le pourra pas ; on ne l'autorise pas à invoquer, pour atteindre son but, la violation de la loi dont il s'est lui-même rendu coupable.

C'est, d'ailleurs, l'application pratique du vieil adage juridique : « *Nemo auditur turpitudinem suam allegans.* »

La nullité en question comporte une autre particularité que nous devons également signaler. Il est incontestable que, pour prononcer la nullité de l'opération, il faut que son irrégularité soit établie. Mais il y a, ici, une dérogation au principe général que la preuve incombe au demandeur. Si la nullité est opposée au client par l'intermédiaire, ce dernier devra, évidemment, faire la preuve de cette nullité, et démontrer que le client avait réellement l'intention de pratiquer une opération irrégulière. Jusqu'ici, les principes s'appliquent. Mais, admettons que, dans une action de l'intermédiaire contre le client, ce dernier invoque l'exception de nullité ; les principes exigeraient que la preuve fût administrée par le client. En réalité, il en est tout autrement. L'intermédiaire devra prouver, dans ce cas, que l'allégation du client est fausse et que l'opération est, au contraire, parfaitement régulière. On a considéré l'intermédiaire comme un mandataire devant justifier qu'il a accompli son mandat d'une

façon légale (1). D'ailleurs, la preuve de l'irrégularité serait, pour le client, très difficile à administrer; au contraire, si l'opération a été régulière, il sera très facile à l'intermédiaire de le certifier, en produisant un bordereau d'agent de change que ce dernier lui aura nécessairement délivré si l'intermédiaire a réellement fait appel à son ministère.

Reste enfin une sanction d'ordre fiscal. Ceux qui recueillent les offres et demandes de valeurs de Bourse doivent présenter à la réquisition des agents de l'Enregistrement un bordereau d'agent de change, constatant que l'opération a été régulièrement effectuée. S'ils ne peuvent satisfaire à cette exigence, ils encourent une amende fiscale variant entre 100 et 5.000 francs. (2)

***

On voit donc qu'il existe, en faveur des agents de change, et pour les valeurs inscrites à la cote, un monopole sévèrement sanctionné. Comment se réalisera le transfert sur valeurs cotées? (3)

S'il s'agit de rentes sur l'Etat français, qui, nous le savons, sont admises de plein droit à la cote, il y a lieu de distinguer entre les titres nominatifs, les titres au porteur, et les titres mixtes.

---

(1) Article 1993 Code civil.

(2) Loi du 28 avril 1893, art. 32.

(3) Voir J. Bézard-Falgas. Traité théorique et pratique du contentieux des transferts d'actions et d'obligations nominatives. Paris, 1905.

Le titre au porteur est payable à la personne entre les mains de laquelle il se trouve; les intérêts sont payés sur simple présentation du coupon. Le transfert, dans ce cas, ne fait aucune difficulté; le titre ne portant pas le nom du propriétaire, le détenteur est présumé l'ayant droit. Le titre change de propriétaire par cela seul qu'il change de mains; il est assimilé à un objet mobilier et reste soumis aux dispositions de l'article 2279 du Code civil. Comme le dit l'article 35 du Code de commerce: « La cession s'opère par la tradition du titre. »

Il en est autrement du titre nominatif. Celui-ci porte le nom du propriétaire et ce nom figure, en outre, sur le Grand Livre de la Dette publique. Le titre de rente proprement dit n'est, en effet, qu'une copie de l'inscription sur le Grand Livre de la Dette publique. Il porte le nom du titulaire puisque ce nom est inscrit sur le Grand Livre. C'est la forme la plus répandue des rentes sur l'Etat; ce fut même, pendant longtemps la seule forme possible; les rentes au porteur ne furent créées qu'en 1831, au moment où l'on eut l'idée de les identifier, non pas par le nom du titulaire, mais au moyen d'un numéro d'ordre inscrit au Grand Livre et reproduit sur le titre lui-même.

Le titre nominatif portant le nom du propriétaire, le transfert va en être rendu plus difficile. Préalablement au transfert, il est un certain nombre de conditions qui doivent être remplies. Il faut tout d'abord que le titre que l'on veut aliéner ne soit pas frappé d'inaliénabilité; il pourrait en être

ainsi si, par exemple, le titre provenait d'une donation grevée de la charge de non-aliénabilité. Il faut également que celui qui fait l'opération ait la capacité pour cela; il en serait autrement si, par exemple, l'aliénateur était un mineur, un interdit ou une femme mariée, ou un individu pourvu d'un conseil judiciaire; dans ces divers cas, le droit civil imposerait des formalités supplémentaires.

Si ces conditions sont remplies, et l'agent de change en fera la vérification, l'opération même du transfert aura lieu. Les deux parties se présenteront chacune chez un agent de change, et certifieront chacune de leur identité. Le vendeur signera une feuille de transfert, où il déclarera transporter ses droits à son acheteur; de son côté, l'acheteur signera une feuille d'acceptation de transfert. Dans la pratique la plus courante, c'est un banquier, servant d'intermédiaire entre l'agent de change et le capitaliste, qui fera signer ces diverses feuilles. Les feuilles sont remises au Trésor. Là, les agents annuleront le premier titre, et en créeront un autre qui portera le nom du nouveau titulaire(1).

La catégorie des titres mixtes est la plus récente. Ces titres, créés en 1864, sont à peu près identiques aux titres nominatifs, en ce sens que l'inscription de rente sur le Grand Livre de la Dette publique

(1) En ce sens : H. Fontaine. La Bourse et ses opération légales §76 et suiv.—Alph. Courtois. Traité des opérations de Bourse et de change, page 64, etc.

porte le nom du rentier; mais pour la commodité du paiement des arrérages, les coupons se paient au porteur, absolument comme s'il s'agissait de titres au porteur proprement dits. Le titre lui-même portant le nom du titulaire, son transfert s'opère d'une façon analogue à celui des titres nominatifs.

Aux rentes sur l'Etat, nous pouvons assimiler les actions de la Banque de France, dont la transmission s'opère par un transfert inscrit sur des registres tenus en double à cet effet. Ici encore, l'intervention d'un agent de change est exigée pour certifier l'individualité du propriétaire (1).

Quant aux autres titres inscrits à la cote, que nous pouvons grouper en un seul bloc pour plus de clarté, on peut dire que les négociations les concernant doivent être réalisées par les agents de change, à raison même de leur inscription à la cote, et par application de l'article 76 du Code de commerce. Mais la question du transfert, si elle ne se pose pas pour les titres au porteur, cessibles par simple tradition, se soulève, au contraire, pour les titres nominatifs. En principe, « le transfert réel s'opère sur une déclaration du vendeur qui signe le transfert et le remet à l'agent de change, ainsi que le titre objet de la cession, afin que celui-ci soit déposé au siège de la société qui a émis le titre. La Compagnie fait mention de cette cession sur ses

(1) A. Buchère. Traité des valeurs mobilières, 1881, n° 1252.

registres; elle délivre à l'agent de change qui a effectué l'achat un certificat d'inscription ou un nouveau titre, établi au nom du nouvel acheteur. » (1) Mais l'intervention d'un agent de change n'est pas toujours indispensable, en ce sens que les statuts des compagnies et sociétés stipulent souvent les conditions suivant lesquelles s'opérera le transfert (2). Il peut aussi arriver, dans certains cas, que des notaires soient chargés d'intervenir à la place de l'agent de change dans la négociation et le transfert des titres nominatifs, par exemple en cas de vente judiciaire d'effets publics appartenant à une succession bénéficiaire, à des mineurs ou incapables. On comprend, en effet, fort bien que les formalités prescrites par la loi (art. 986 et suiv. du Code de procédure civile) seraient difficiles à réaliser si la vente avait lieu par l'entremise d'un agent de change, et se concilieraient mal avec les formes simplifiées de la vente en Bourse (3).

Enfin, rien n'empêche, à défaut de stipulations contraires des statuts, de procéder à la transmission suivant les formes du droit civil. On admet cependant que si les statuts disposent que la cession des titres nominatifs s'opérera par un transfert, une telle mention équivaut à l'exclusion des formes de transmission du droit civil (4).

---

(1) H. Fontaine. *Op. cit.*, n° 90.
(2) A. Buchère. *Op. cit.*, n°s 1250 et 1253.
(3) *Id.*, n°s 1205 et 1206.
(4) J. Bézard-Falgas. *Op. cit.*, n° 5.

***

En matière de titres non cotés, la situation est bien différente de celle que nous venons de voir. L'intervention d'un agent de change n'est plus indispensable ; sans doute ceux-ci conservent toujours leurs droits et prérogatives, mais le point essentiel, c'est qu'ils n'ont plus un monopole absolu.

Ceci ressort implicitement de l'article 76 du Code de commerce ; cet article, éclairé par la jurisprudence que nous avons signalée plus haut, nous permet de dire que les titres non cotés peuvent être négociés par d'autres intermédiaires que les agents de change, et notamment par les banquiers-coulissiers, constituant ce que l'on appelle les intermédiaires du marché libre.

Cet article 76 constituait le droit commun applicable depuis la rédaction du Code de commerce. Mais nous avons indiqué, dans notre partie historique, que la coulisse empiétait sur les attributions des intermédiaires officiels, notamment en négociant des titres inscrits à la cote.

C'est alors qu'intervint la loi du 13 avril 1898, dont l'article 14 venait confirmer l'article 76 du Code de commerce, et en rendait le respect obligatoire. Cette loi réussit à empêcher les coulissiers de se charger d'opérations sur valeurs cotées ; nous verrons, en effet, qu'elle impose la nécessité de représenter à toute réquisition des agents de l'Enre-

gistrement, quand il s'agit de valeurs cotées, les bordereaux d'agent de change, ou bien de faire connaître les numéros et la date de ces bordereaux, ainsi que les noms des agents de change de qui ils émanent. Dès lors, ainsi que le font remarquer MM. Lyon-Caen et Renault, « tout moyen de suppléer à la représentation ou à l'indication du bordereau est écarté. C'est la suppression de la coulisse jusqu'alors tolérée, pour les valeurs admises à la cote officielle; il est à remarquer que les agents de l'Enregistrement sont ainsi spécialement chargés de faire respecter le monopole des agents de change, et que, par suite, la tolérance de ceux-ci ne serait plus suffisante pour laisser opérer les coulissiers » (1). Cette disposition de l'article 14 de la loi du 13 avril 1898, nous la retrouverons en étudiant le point de vue fiscal; mais il fallait mentionner ici comment une exigence fiscale pouvait, par la même occasion, introduire des règles nouvelles dans les formes des négociations de titres, et renforcer le privilège des intermédiaires officiels.

Les valeurs non cotées peuvent donc être négociées par d'autres intermédiaires que les agents de change, et principalement par les coulissiers. Nous n'insisterons pas sur les formes que revêtent les opérations de négociation, de cession de transfert. Souvent, les statuts des sociétés stipulent de quelle

(1) Lyon-Caen et Renault. Manuel de droit commercial, p. 624, note.

façon s'opérera le transfert, et on doit alors se conformer à ces dispositions.

Bien que reconnaissant aux coulissiers le droit d'intervenir pour effectuer de semblables opérations, nous estimons que rien n'empêche le capitaliste de s'adresser à un agent de change ; nous n'accordons pas aux banquiers-coulissiers un monopole absolu sur les valeurs non cotées, analogue au privilège légal des agents de change sur les valeurs incrites à la cote. L'intermédiaire libre n'est pas reconnu par la loi, et, selon nous, il est impossible de le faire bénéficier d'une protection quelconque dans l'exercice de ses fonctions. L'agent de change, au contraire, jouit d'un monopole qui lui est conféré par la loi ; si celle-ci tolère la concurrence en matière de titres non cotés, elle doit, par contre, en matière de titres inscrits à la cote, prendre toutes les mesures nécessaires pour assurer le respect et le libre exercice dudit privilège.

Cette règle est donc toute en faveur des agents de change. Elle peut gêner les spéculateurs de profession qui préfèrent recourir au concours des coulissiers dont les courtages sont parfois moins élevés. Elle n'en est pas moins formelle puisqu'elle se dégage nettement d'un texte légal indiscutable.

Section II

INFLUENCE DE LA COTATION SUR CERTAINES MODALITÉS DE LA VENTE

Le principe que nous venons de poser, savoir qu'une valeur cotée ne peut être négociée que par l'intermédiaire d'un agent de change, soulève quelques difficultés, relativement à certaines modalités de la négociation. Dans cet ordre d'idées, trois problèmes spéciaux vont nous retenir : peut-on négocier une valeur cotée par contrat direct, c'est-à-dire en l'absence de tout intermédiaire ? Est-il possible aux établissements de crédit de réaliser, en matière de valeurs cotées, ce qu'on appelle des « applications », c'est-à-dire des compensations d'ordres inverses sur un même titre, sans avoir recours à un agent de change ? Enfin, quelle est l'influence de la notion de cotation sur ce qu'on appelle la « convention illicite » ? Nous allons examiner ces divers points.

I

Du contrat direct

Le contrat direct a été défini en ces termes (1) : « C'est la convention, librement consentie, entre un propriétaire de titres, ou son représentant légal, et

(1) E. Guilmard De la vente directe des valeurs de Bourse sans intermédiaire. Caen, 1904, n° 63.

un acquéreur, à l'effet de se transmettre entre eux, sans le concours d'un intermédiaire de la Bourse, et à tel prix, la propriété de valeurs déterminées. Une telle convention fait naître, pour l'acheteur, l'obligation de payer, et pour le vendeur, celles de livrer et de garantir les titres vendus. »

La différence essentielle qui existe entre la vente directe et la vente en Bourse, c'est que cette dernière s'effectue nécessairement par l'entremise d'un agent de change ou d'un banquier-coulissier, tandis que la vente directe s'effectue entre parties sans l'intervention d'aucun intermédiaire, officiel ou libre. On peut, en outre, signaler une autre différence d'un caractère moins essentiel : dans la vente directe, le titre faisant l'objet de la négociation est généralement identifié avec précision, puisqu'au moment où le contrat se forme, les contractants se le passent de la main à la main, par simple tradition ; en cas de vente en Bourse, au contraire, la négociation s'effectue le plus souvent *in genere*. Disons, toutefois, qu'il n'y a pas là une condition absolue et caractéristique, et que, dans bien des cas, tout dépend de la volonté des parties.

Les éléments essentiels de la vente directe étant ainsi dégagés, nous pouvons constater qu'il n'y a aucune forme spéciale imposée pour la réalisation de ce contrat. Le plus souvent, le détenteur du titre qui désire s'en défaire le remet directement entre les mains du capitaliste qui désire l'acquérir, et ce dernier fait immédiatement passer au vendeur le montant du titre vendu. Très souvent, le prix

est fixé d'après les cours pratiqués en Bourse, s'il s'agit de valeurs cotées, ou sur le marché libre, dans le cas de valeurs se négociant en coulisse. Mais ce n'est pas une obligation absolue; tout au contraire, les parties contractantes restent libres de fixer tel prix qui leur convient; le point essentiel est qu'elles tombent d'accord sur ce prix; mais si cet accord est réalisé, le principe juridique de l'article 1134 du Code civil s'applique, et la convention fait la loi entre les parties.

La vente directe que nous venons de décrire constitue la forme type la plus simple; mais rien n'empêche d'y introduire les modalités les plus diverses, pourvu que les parties y consentent, car la vente directe est assimilable à un contrat de droit commun et bénéficie donc de la liberté des conventions. En vertu de ce principe, on pourrait fort bien concevoir une vente directe à terme, le vendeur se réservant de ne livrer le titre que dans un certain délai, ou, réciproquement, l'acquéreur ne s'engageant à payer qu'à une échéance déterminée. On pourrait également soumettre l'exécution du contrat à l'accomplissement préalable d'un événement quelconque: la vente serait alors sous condition suspensive. On pourrait encore stipuler que le contrat sera résolu si tel événement se réalise dans un certain délai: ce serait une vente sous condition résolutoire. On peut encore concevoir une vente à réméré, c'est-à-dire sous la réserve stipulée par le vendeur de pouvoir reprendre le titre vendu, dans un délai détérminé. Nous ne voulons pas mul-

tiplier ces exemples. Ils démontrent nettement le principe que la vente directe se fait en toute liberté, et sous les conditions et modalités les plus diverses.

Ainsi réalisé, le contrat direct impose aux deux parties des obligations réciproques, ainsi que des droits correlatifs. Le vendeur est obligé de délivrer le titre vendu, conformément aux conditions stipulées dans le contrat. Il a, corrélativement, le droit de réclamer à l'acquéreur le prix convenu, et celui-ci est tenu de payer ce prix suivant les termes mêmes de la convention. Acquéreur dans des conditions régulières, il a le droit d'exiger la garantie d'une jouissance paisible et exempte de troubles, et le vendeur sera donc tenu de l'obligation de garantie prévue par les articles 1625 et suivants du Code civil. L'acquéreur aurait donc le droit de se plaindre d'un trouble juridique dans la possession du titre ou de vices inhérents à la chose vendue, la rendant impropre à l'usage auquel on la destine, si, par exemple, le titre vendu était faux, ou falsifié, ou sorti à un tirage d'amortissement. Mais une action en garantie, qui est pour tout acquéreur un droit puissant lorsqu'il se trouve en présence d'un vendeur solvable, devient un recours illusoire en cas d'insolvabilité de ce dernier; c'est là un grave danger, et ce risque à courir fait hésiter beaucoup de capitalistes qui feraient volontiers leurs opérations sans avoir recours à un intermédiaire officiellement reconnu.

*
* *

La vente directe, bénéficiant du principe de la liberté des conventions, et pouvant n'engendrer, sauf les restrictions légales, que les conséquences et les obligations stipulées par les parties, n'en reste pas moins soumise, quant à sa validité, aux conditions imposées par l'article 1108 du Code civil, pour la validité des contrats en général. On sait que ces conditions sont au nombre de quatre : le consentement de la partie ; sa capacité de contracter ; un objet certain ; une cause licite dans l'obligation. Le respect de ces quatre règles est imposé à la vente directe des valeurs comme à tout contrat de droit commun.

Si nous considérons le contrat direct le plus simple, dont nous avons déjà décrit la forme type, nous verrons que les quatre conditions de l'article 1108 y sont régulièrement observées, et que, par conséquent, cette modalité de la vente des valeurs apparaît comme parfaitement légale, au moins au point de vue juridique pur.

Pour ce qui est du consentement des parties, première condition de l'article 1108, il se manifeste formellement dans le contrat que nous avons décrit, car, au moment où l'une d'elles livre le titre et reçoit de l'autre le prix de son aliénation, il faut nécessairement supposer que l'une et l'autre ont fourni un consentement incontestable.

Pour la deuxième condition, savoir la capacité de

contracter, il n'est pas difficile de concevoir deux personnes majeures et maîtresses de leurs droits, réalisant entre elles une vente directe sans intermédiaire de Bourse. Le cas où l'un des contractants serait juridiquement incapable, parce que mineur, interdit, femme mariée, par exemple, apparaît comme exceptionnel, et ne peut porter atteinte à la légitimité d'une vente directe de valeurs de Bourse que dans des cas absolument particuliers.

La troisième condition, savoir un objet certain formant la matière de l'engagement, se rencontre incontestablement dans le contrat que nous avons décrit, puisqu'il porte sur la vente ou l'achat de titres de Bourse désignés *in specie*, et d'après la convention des contractants.

Quant à la quatrième condition, la cause licite de l'obligation, elle est réalisée du fait que le contrat porte sur des valeurs de Bourse. L'article 1598 du Code civil porte, en effet, que « tout ce qui est dans le commerce peut être vendu, lorsque des lois particulières n'en ont pas prohibé l'aliénation ». Or, personne ne contestera que les valeurs de Bourse sont des choses « dans le commerce ». Dès lors, la convention qui portera sur de telles marchandises aura une cause parfaitement licite, et donnera satisfaction à la quatrième et dernière des conditions imposées par l'article 1108. Nous verrons, néanmoins, plus loin, que la réserve formulée dans l'article 1598 : si des lois particulières n'ont pas prohibé l'aliénation de la chose vendue, peut permettre de discuter et de mettre en doute la légalité d'une

vente directe, lorsqu'elle porte sur des valeurs admises à la cote officielle. Nous ne donnons ici qu'une simple indication du problème, pour en faire pressentir l'importance; nous le résoudrons quelques pages plus loin.

*
* *

Le contrat direct sur valeurs de Bourse, lorsqu'il remplit les conditions légales énumérées plus haut, s'il n'est l'objet d'aucun vice, au préjudice d'une des parties, s'il est accepté librement par l'un et l'autre des contractants, apparaît, au premier examen, comme parfaitement légitime. La pratique nous en offre d'ailleurs des exemples nombreux.

La justification historique qu'on en donne est fournie par le texte d'un édit de décembre 1672 qu'on résume par l'adage : « Ne prend courtier qui ne veut. » On en trouve la confirmation dans un autre texte, l'article 4 de l'arrêté du 27 prairial an X, ainsi conçu : « Il est néanmoins permis à tous particuliers de négocier entre eux et par eux-mêmes les lettres de change ou billets à leur ordre ou au porteur, et tous les effets de commerce qu'ils garantiront par leur endossement, et de vendre aussi par eux-mêmes leurs marchandises. » Ce texte n'est qu'une répétition de l'article 14 de l'arrêt du Conseil du 26 novembre 1781, conçu en ces termes : « Il sera permis aux marchands, négociants, banquiers et autres qui sont dans l'usage d'aller à la Bourse, de négocier entre eux les lettres de change, billets au porteur, à ordre et de marchandises, sans

l'entremise des agents de change, en se conformant, au surplus, aux règlements. »

A côté de ces textes, qui n'ont pas eu d'écho dans la législation postérieure, on peut trouver des justifications d'ordre rationnel en faveur de l'utilité et de la nécessité de la vente directe. M. Guilmard, dont nous avons déjà cité l'excellent ouvrage sur la question, déclare qu'il y a là l'exercice d'un droit primordial, pour tout propriétaire de titres, de les aliéner directement, et que la vente directe n'est autre chose que l'exercice entier du droit absolu de propriété. Il rappelle qu'au cours des discussions fiscales qui eurent lieu, en 1898, au Parlement, le rapporteur général déclarait catégoriquement : « Les ventes directes de titres ou d'effets publics ne sont pas des opérations de Bourse ; elles n'en étaient pas hier, elles n'en seront pas demain. » Et ce même auteur signale les considérations suivantes, dont nous ne prétendons pas contester la justesse : « La vente directe, dit-il, est, avant tout, l'instrument par excellence du placement des titres. Or, il ne faut pas perdre de vue que, dans notre organisation financière, le rôle des sociétés de crédit et des banques va toujours grandissant. Ce que la Bourse ne saurait faire, parce que l'afflux exagéré et momentané de demandes d'achat sur une seule valeur ferait naître une hausse exagérée autant que factice, les sociétés de crédit le font. Par leurs nombreuses succursales, par leurs attaches directes et quotidiennes avec le public, elles dirigent l'emploi des capitaux disponibles... La vente directe

pourra alors se manifester sous les formes les plus variées, mais sans cesser d'être elle-même, c'est-à-dire la vente de droit commun, faite en dehors des intermédiaires de Bourse. » (1)

Ceci montre que les établissements de crédit favorisent et multiplient les contrats directs, qui ne se réaliseraient pas souvent s'il fallait la rencontre fortuite de deux personnes animées d'intentions complémentaires, comme dans le type simpliste et théorique que nous avions décrit. M. Guilmard explique alors ainsi la coexistence de ces formes privées à côté du marché public des valeurs que constitue la Bourse : « Le concours de l'agent de change, pour toutes les valeurs admises à la cote officielle, du coulissier, pour les autres valeurs, n'est obligatoire que si le client veut acheter ou vendre en Bourse, en conformité des lois et des usages qui y ont cours. Le public est ainsi juge souverain d'aller où bon lui semble ; il va où son intérêt l'appelle. Le législateur a créé, à son intention, des Bourses de commerce, dans lesquelles se négocient les effets publics et autres, mais s'il lui plaît d'acheter directement, à ceux qui les possèdent, les titres qu'il veut se procurer, il en est le maître absolu. » (2)

La jurisprudence a eu l'occasion de se prononcer à plusieurs reprises au sujet de la légalité de la vente directe des valeurs de Bourse sans inter-

(1) Guilmard. *Op. cit.*, p. 7.
(2) *Id.*, p. 43.

médiaire. Interprétant d'une façon un peu spéciale l'article 76 du Code de commerce, ou bien, séduite par l'avantage incontestable que peut avoir, dans la pratique, la vente directe, elle a conclu à la légalité et à la régularité de celle-ci. Un arrêt de la Cour de Bordeaux, du 3 mai 1885 (1), repousse l'application de l'article 76 du Code de commerce à la vente directe et formule cette considération: « Attendu qu'on peut conclure que, si le Crédit général a concouru à l'émission des titres de la Société des Plâtrières du bassin de Paris, son concours s'est exercé moins comme intermédiaire que comme ayant vendu des titres lui appartenant... » La Cour de cassation a confirmé cette jurisprudence. Elle déclare, dans un arrêt du 20 mai 1889 (2), que « le droit exclusif accordé aux agents de change pour la négociation des effets publics et autres ne met pas obstacle à ce que les parties puissent faire des ventes et des achats de titres, entre elles, et sans intermédiaires ».

Nous ne citons que ces deux arrêts, qui sont caractéristiques. La jurisprudence nous fournit plusieurs autres décisions sur ce point, dans un sens absolument identique (3). Il est donc inutile

---

(1) Bordeaux, 3 mai 1885. Sir. 85-II-150.

(2) Cass., 20 mai 1889. Dall. 1890-I-250.

(3) Douai, 6 août 1883 ; *Gaz. Pal.*, 1883-II-406. — Orléans, 24 mai 1884; Dall. 1884-II-148. — Cass., 26 mai 1886; *Gaz. Pal.* 1886-I-919. — Orléans, 20 novembre 1886 ; *Gaz. Pal.* 1887-I-48. — Cass., 11 décembre 1888 ; Dall.

d'en citer les termes. Nous devons signaler, par contre, que quelques décisions jurisprudentielles plus récentes restreignent les formes possibles de la vente directe à une seule modalité, la plus simple, savoir la vente suivie de tradition immédiate et de paiement au comptant en échange du titre. Les termes de ces divers arrêts (1) semblent donc exclure toute possibilité de vente directe, lorsqu'il y aura vente à terme, ou à condition, ou à tempérament (2) et, par suite, le domaine de la vente directe sans intermédiaire apparaît comme considérablement restreint.

***

La vente directe étant ainsi justifiée en théorie, usitée en pratique, et reconnue par la jurisprudence, sauf les dissidences récentes, nous devons nous poser une question qui nous ramène aux termes précis de notre sujet : la vente directe de valeurs de Bourse sans intermédiaire peut elle s'opérer indistinctement sur valeurs cotées et non cotées ?

1889-I-239. — Paris, 30 janvier 1882 ; Dall. 1883-II-81. — Cass., 22 avril 1885; Sir. 1885-I-249. — En sens contraire : Toulouse, 2 août 1882 ; Dall. 1883-II-84.

(1) Cass. 21 mars 1893 ; Sir. 1893-I-241. — Paris, 9 avril 1908 ; Dall. 1908-II-153. — Cass., 4 février 1910 ; Dall. 1911-I-17 et la note.

(2) Il y a vente à tempérament quand l'acquéreur ne paie le prix de vente que par portions successives et ne se trouve libéré qu'au bout d'un certain nombre de versements.

Beaucoup d'auteurs estiment qu'une semblable distinction est inutile et que la notion de cotation n'influe en rien sur la légalité du contrat direct. Nous résumerons leur argumentation en citant quelques passages de l'ouvrage très documenté de M. Guilmard. « Toutes les valeurs mobilières, dit-il, qui sont en circulation ou dans le commerce, peuvent être l'objet de ventes directes... Peu importe que les titres soient au porteur, ou sous la forme nominative, ou même à ordre... Néanmoins, il faut reconnaître que, par la force des choses, la vente directe s'adresse de préférence à tous les titres au porteur qui sont en circulation. Ce sont, en effet, des meubles corporels, certains, dont la transmission s'opère par simple tradition, et dont la possession confère à leurs détenteurs ou porteurs la présomption légale qui résulte de l'article 2279 du Code civil... Depuis 1898, il faut distinguer deux sortes de négociations en Bourse ; celle faite par les agents de change et celle faite par les coulissiers. Au point de vue de la classification des valeurs susceptibles de l'une ou de l'autre négociation, la cote officielle des agents de change de Paris sert de ligne de démarcation. Cette classification n'offre aucun intérêt lorsqu'il s'agit de la vente directe. Peu importe qu'elle ait porté sur les valeurs du Parquet ou sur celles du marché libre, ou encore sur des titres inconnus de ces deux marchés, sa validité ne dépend pas des valeurs, mais de la réunion des conditions juridiques grâce

auxquelles le contrat naît licitement. La première condition est l'absence d'un intermédiaire; la seconde consiste dans le fait d'être effectuée en dehors de la Bourse. Ces deux conditions sont générales, et en quelque sorte extérieures à toutes les ventes directes. Dans chaque contrat, les volontés du vendeur et de l'acheteur sont précisées quant à l'objet, et cet objet est la transmission de propriété entre le vendeur et l'acheteur, des valeurs sur lesquelles leur choix a porté. » (1)

Tel est le résumé du système. Pour notre part, nous nous demandons jusqu'à quel point on peut faire aussi bon marché d'une distinction, pourtant fondamentale, entre valeurs cotées et non cotées, distinction reconnue par la loi et la jurisprudence, et à laquelle la pratique attribue des conséquences importantes.

Pour ce qui est des valeurs non admises à la cote officielle, nous ne voyons aucun obstacle juridique à leur libre négociation entre parties. Sans doute, le mode normal de négociation de ces valeurs comporte l'intervention d'un intermédiaire; mais pour cette catégorie de valeurs, l'intermédiaire peut être quelconque, et, en définitive, sa personnalité n'est nullement reconnue par la loi. Dès lors, puisqu'aucun intermédiaire officiel ne doit intervenir, et puisque celui qui intervient généralement n'a aucune qualité juridiquement constatée pour

---

(1) E. Guilmard. *Op. cit.*, n° 30.

le faire, rien n'empêche deux personnes maîtresses de leur droits, de s'entendre pour opérer une négociation directe entre elles. Elles peuvent se passer d'un intermédiaire du marché libre, et le coulissier ne pourrait s'appuyer sur aucun texte pour protester contre leur acte. L'article 1108 du Code civil est respecté, et le contrat ainsi formé trouve tous ses effets et toutes ses sanctions. L'article 1134 du Code civil aura ici son application, en ce sens que les parties pourront librement établir entre elles toutes les conditions qu'elles voudront, et que ces conventions feront loi entre elles. Quant aux sanctions, elles sont réglées par l'article 1142 du Code civil : « Toute obligation de faire ou de ne pas faire se résoud en dommages et intérêts, en cas d'inexécution de la part du débiteur. »

Mais si tel est le traitement dont jouissent les titres non cotés, nous estimons, par contre, que les titres cotés ne peuvent être traités de la même façon, au moins si nous nous plaçons au point de vue juridique pur. Pour eux, en effet, on se heurte aux termes formels de l'article 76 du Code de commerce : « Les agents de change, constitués de la manière prescrite par la loi, ont seuls le droit de faire les négociations des effets publics et autres susceptibles d'être cotés. » Cet article confère aux seuls agents de change le droit d'intervenir pour la négociation de ces valeurs. Si nous donnons à l'interprétation de ce texte toute son extension, il nous semble qu'on peut en déduire que toute négociation de valeurs cotées faite sans l'entremise des

agents de change, constitue une atteinte au monopole de ces derniers. Le contrat direct sur valeurs cotées est, en effet, exclusif de toute intervention d'un agent de change; or, cette intervention est considérée par l'article 76 comme nécessaire; dès lors, nous le répétons, l'interprétation purement juridique des textes nous fait apparaître la vente directe sur valeurs cotées comme une violation de l'article 76 (1).

D'ailleurs, le contrat direct, quand il porte sur des valeurs admises à la cote, nous paraît illégal comme contraire à la quatrième condition de validité des conventions, imposée par l'article 1108 du Code civil, savoir « la cause licite de l'obligation ». Nous avons vu, plus haut, qu'en matière de vente, cette condition s'interprétait par l'article 1598 du même Code, ainsi conçu : « Tout ce qui est dans le commerce peut être vendu, lorsque des lois particulières n'en ont pas prohibé l'aliénation. » C'est la disposition finale de ce texte qui nous permettra de démontrer l'irrégularité de la vente directe portant sur valeurs cotées. En effet, si les valeurs mobilières, d'une manière générale, rentrent dans la catégorie des marchandises « qui se trouvent dans le commerce », il nous semble que, pour le cas des valeurs cotées, les modalités de leur négocia-

(1) Nous n'ignorons pas que la majorité des auteurs repousse cette théorie. Elle n'est guère acceptée que par M. J.-E. Labbé, qui, dans une note au Sirey 1881-I-289, l'esquisse très sommairement, sans même la justifier.

tion sont réglementées par « des lois particulières ». Et par cette expression, nous faisons allusion à l'article 76 du Code de commerce. Il nous paraît donc légitime de dire que le contrat de vente directe sans intermédiaire est un contrat juridiquement irrégulier, car il ne satisfait pas à la quatrième des conditions imposées par l'article 1108 pour la validité des conventions: il n'a pas une cause licite, puisque l'objet sur lequel il porte est soumis, quant à sa négociation, à des conditions spéciales, édictées par des lois particulières qui restreignent la liberté des transactions.

L'argument sur lequel nous nous basons semble avoir été prévu par les partisans de la liberté absolue du contrat direct dans tous les cas. Ils ont essayé d'éluder les termes rigoureux de l'article 76 du Code de commerce, et de l'article 1598 du Code civil. « L'aliénation faite entre parties, dit M. Guilmard, n'est prohibée par aucune loi spéciale, car le droit de vendre fait partie intégrante du droit de propriété; mais l'aliénation par l'entremise d'un tiers n'est autorisée qu'en Bourse, et l'intermédiaire ne peut être que l'agent de change. Ce qui est prohibé, ce n'est pas l'aliénation faite par les parties entre elles, mais l'aliénation par un intermédiaire autre que l'agent de change. En sorte que la vente, librement consentie par deux particuliers entre eux, relève du droit commun, tandis que la négociation faite par intermédiaire relève des lois spéciales qui ont organisé les Bourses de com-

merce et le monopole des agents de change. » (1)

Les auteurs de cette distinction reconnaissent qu'elle est un peu « subtile ». Nous le croyons volontiers ; il nous semble qu'elle est loin d'être juridiquement exacte, et de se déduire de textes examinés. Nous pensons, au contraire, que le législateur du Code de commerce a entendu réserver aux seuls agents de change le monopole de toutes les opérations concernant les valeurs cotées. L'article 76, quoique très net dans son texte, est éclairé, sur ce point, par les travaux préparatoires du Code de commerce ; voici, en effet, quelques extraits du rapport : « Les agents de change et les courtiers, disait le rapporteur, sont des officiers publics que le Gouvernement nomme et autorise à s'interposer entre les négociants de tous les genres, pour faciliter leurs opérations de change ou de commerce. Les agents de change sont spécialement et exclusivement chargés de faire les négociations des effets publics et autres susceptibles d'être cotés... Ces agents, étant institués par le Gouvernement, qui exige d'eux une espèce de garantie sous forme de cautionnement, il est de justice pour eux et de l'intérêt public qu'ils aient le droit exclusif d'exercer leurs attributions. »

Les termes de ce rapport ne sont-ils pas remarquablement nets ? Ne consacrent-ils pas, d'une fa-

(1) E Guilmard. *Op. cit.*, n° 23, p. 79.

çon absolue, le privilège intégral, « exclusif » des agents de change, en matière de titres cotés ?

D'ailleurs, quelques années auparavant, au moment de la discussion de la loi du 28 ventôse an IX, relative à l'établissement de Bourses de commerce, le rapporteur de cette loi avait écrit, dans son exposé des motifs, quelques phrases, dont les partisans de l'opinion que nous discutons ont grand'-peine à éluder la portée puissante. « Il ne suffit pas, disait-il, d'ouvrir au commerce des lieux où ceux qui s'y livrent se rassemblent pour traiter de leurs intérêts, en servant ceux des consommateurs et de leur pays. Entre le vendeur et l'acheteur, il est besoin d'intermédiaires qui facilitent, proposent, consomment, garantissent l'exécution du contrat qui se fait entre eux. Il faut que ces intermédiaires, qui sont les agents de change, offrent, par leur moralité, leurs connaissances, et même par l'engagement d'une partie de leurs propriétés, une garantie à l'administration publique, comme à l'intérêt particulier... Il faut que nul ne puisse exercer ces fonctions, devenues publiques et déléguées en vertu de la loi, sans encourir une peine que prononce une des dispositions de cette même loi. ».

Ceux qui soutiennent l'opinion que nous critiquons prétendent, il est vrai, s'appuyer sur l'adage formulé dès 1672 : « Ne prend courtier qui ne veut » et pensent trouver une nouvelle édition de ce texte un peu suranné dans l'article 4 de l'arrêté du 27 prairial an X, ainsi conçu : « Il est néanmoins permis à tous particuliers de négocier entre eux et par

eux-mêmes les lettres de change ou billets à leur ordre, au porteur, et tous les effets de commerce qu'ils garantiront par leur endossement, et de vendre aussi par eux-mêmes leurs marchandises. » Mais nous ne pensons pas qu'il y ait là un argument bien convaincant. D'abord, étant donné que ce texte est présenté comme incompatible avec l'article 76 du Code de commerce, n'y aurait-il pas lieu de l'abroger au profit de ce dernier, en vertu du principe de l'abrogation tacite qui déclare que, lorsque le législateur a manifesté, successivement, deux volontés différentes, c'est la plus récente qui doit prévaloir: *Lex postérior derogat priori?* (1) Ce serait déjà là un motif d'écarter l'argument de ceux dont nous discutons le système.

Mais il en est un autre, basé sur les antériorités historiques du texte sur lequel ils s'appuient. Remontons jusqu'aux origines historiques de cet article 4 du décret du 27 prairial an X; nous trouvons, dans l'arrêt du Conseil du 26 novembre 1781, article 14, une disposition analogue: « Il sera néanmoins permis aux marchands, négociants, banquiers et autres qui sont dans l'usage d'aller à la Bourse, de négocier entre eux les lettres de change, billets au porteur, à ordre, et de marchandises, sans l'entremise des agents de change, en se conformant, au surplus, aux règlements. » Remontons plus haut encore jusqu'à l'article 17 de l'arrêt du

(1) G. Baudry-Lacantinerie. Précis de droit civil. Onzième édition, tome I, p. 33.

Conseil du 24 septembre 1724. C'est le texte initial sur la matière ; il est ainsi conçu : « Sa Majesté permet à tous marchands, négociants, banquiers, et autres qui seront admis à la Bourse, de négocier entre eux les lettres de change, billets au porteur ou à ordre, ainsi que les marchandises, sans l'entremise des agents de change, et, à l'égard de tous les autres effets et papiers commerçables... ils ne pourront être négociés que par l'entremise des agents de change. »

Tels étant les textes, voyons-nous dans l'un quelconque d'entre eux le droit nettement formulé de se passer des agents de change pour les valeurs de Bourse ?

L'arrêt du Conseil du 24 septembre 1724, qui est le texte primitif duquel ont été inspirés les textes subséquents, ne permet de se passer de l'entremise d'un intermédiaire officiel que pour les lettres de change, billets à ordre, et marchandises ; comme le dit le *Manuel des agents de change* (1), en dehors de ces cas, ce texte ne s'applique point aux autres effets, aux effets royaux et papiers commerçables, qui ne peuvent être négociés que par les agents de change. Or, nous estimons, vu les rapports qui existent entre ces divers textes que le décret du 27 prairial an X doit être interprété et éclairé par les textes qui l'ont précédé. Voilà pourquoi il nous semble qu'on fait dire à ce texte

(1) Manuel des agents de change, p. 64, note 2.

beaucoup plus que ce qu'il a voulu dire en réalité, et que, par conséquent, on ne doit pas s'appuyer sur lui pour justifier l'atteinte portée au monopole des agents de change, en cas de vente directe réalisée sur valeurs cotées.

Pour nous résumer, au bout de cette longue discussion, nous dirons que si nous estimons parfaitement licite une vente directe effectuée sur valeurs non cotées, puisque les intermédiaires qui interviennent généralement n'ont aucun droit reconnu à exiger qu'on fasse appel à leur ministère, par contre, une vente directe sur valeurs cotées nous semble, en droit, une atteinte au monopole des agents de change, ceux-ci étant investis par l'article 76 du Code de commerce d'un droit exclusif d'intervention, mais ayant été frustrés de ce droit, du fait que les deux participants à la vente directe se sont passés de leurs services.

Telle étant la conclusion à laquelle nous nous arrêtons, on pourra nous objecter qu'elle est contraire, en fait, aux solutions de la pratique. Nous avons dit, en effet, que la vente directe, quel que soit son objet, paraissait s'imposer rationnellement, comme étant une conséquence de l'exercice du droit de propriété et du principe de la liberté des conventions. Nous avons dit également que l'usage courant nous présentait de multiples exemples de ventes directes de valeurs de Bourse, et que la jurisprudence les avait presque toujours validées. Mais nous n'en maintenons pas moins notre con-

clusion, parce qu'elle nous paraît basée sur une interprétation juridique des textes. En laissant en dehors de la discussion la vente directe sur valeurs du marché libre, nous estimons que, juridiquement, théoriquement, la vente directe sur valeurs cotées est contraire à la loi. Nous ne pouvons nous résoudre à éluder des textes comme l'article 76 du Code de commerce, l'article 1598 du Code civil, dont les dispositions nous semblent d'une précision formelle.

Mais si la pratique nous donne tort, c'est à la suite d'un fait économique universellement reconnu, savoir le développement considérable des valeurs au porteur à l'époque actuelle. On sait que le détenteur d'un tel titre en est présumé propriétaire, que, suivant l'article 2279 du Code civil, « la possession vaut titre » ; on comprend dès lors combien il est facile à deux particuliers de s'entendre directement pour se transmettre des valeurs au porteur, ou même des valeurs nominatives préalablement transformées en valeurs au porteur. Une telle transmission serait-elle formellement interdite qu'il serait tout de même impossible, en pratique, de l'empêcher. Il n'y a qu'à songer aux fraudes fiscales qui se commettent en matière de droits de successions, lorsque le défunt laisse des valeurs au porteur.

En présence de ces considérations, nous estimons que si la vente directe est si fréquente en pratique,

c'est qu'en réalité on ne peut pas l'éviter (1). Théoriquement, à un point de vue strictement juridique, il nous semble qu'on peut en contester la légalité. En fait, la multiplicité des titres au porteur facilite à un tel point la conclusion entre parties de ventes directes, que les particuliers traitent souvent entre eux sous cette forme commode, sinon légale. C'est parce que nous nous sommes placé dans l'exposé de notre opinion à un point de vue surtout théorique et juridique que nous pouvons, sans contradiction réelle, la concilier avec les solutions de la pratique. Il nous semble que la vente directe, bien que jamais reconnue par les textes, s'est immiscée indirectement à côté du mode normal de négociation des valeurs de Bourse, et qu'ensuite sa commodité, et aussi l'impossibilité effective de la supprimer, l'ont fait admettre dans les usages de la finance et de la Bourse.

***

Nous n'ignorons pas que l'opinion que nous venons d'émettre n'est pas communément admise parmi les auteurs. Beaucoup d'entre eux, nous l'avons dit, reconnaissent la légalité de la vente di-

---

(1) En ce sens : J. Labbé, note sous Sirey 1881-I-289 : « La force des choses ou la volonté implicitement renfermée dans le fait de l'émission des titres a fait admettre que les particuliers peuvent réaliser entre eux, sans l'intermédiaire d'agents de change, la vente de tous effets publics au porteur... Cela est permis parce que cela ne peut-être empêché. »

recte sur toutes les catégories de titres (1) ; et si l'opinion que nous avons émise est généralement acceptée en ce qui concerne les valeurs non cotées, par contre, nous savons qu'en matière de titres cotés, beaucoup d'auteurs ne poussent pas aussi loin que nous l'interprétation et les conséquences de l'article 76.

A côté de la théorie que nous avons critiquée, il en existe une autre qui diffère et de celle-ci et de celle que nous venons d'exposer. C'est celle de M. Henri Fontaine, qui l'exprime en ces termes (2) : « La valeur cotée à la cote officielle ne peut, en vertu de l'art. 76 du Code commerce, être négociée que par l'intermédiaire d'un agent de change, et les articles 17 et 18 de l'arrêt du Conseil de 1724 édictent, on le sait, le principe de la nullité de toutes les conventions qui ont pour objet de faire échec au monopole de ces derniers (3). Ceci s'oppose-t-il à ce que les valeurs cotées puissent être légalement l'objet d'un contrat direct ? Il est certain que l'arti-

---

(1) Par exemple M. Lyon-Caen, dans une note sous Cass., 21 mars 1893; Sir. 1893-I-241.

(2) H. Fontaine. La Bourse et ses opérations légales. Paris, 1907.

(3) Rappelons les termes de l'article 18 : « Toutes négociations de papiers commerçables et effets faites sans le ministère d'un agent de change, seront déclarées nulles en cas de contestation ; faisant Sa Majesté défense à tous huissiers et sergents de donner aucune assignation sur icelles à peine d'interdiction et de trois cents livres d'amende, et à tous juges, de prononcer aucun jugement à peine de nullité desdits jugements. »

cle 76 confère aux agents de change seuls le droit de négocier les valeurs cotées. C'est même un principe d'ordre public, et si une opération par contrat direct doit être suivie d'une livraison de titres, il n'est pas douteux qu'on ne pourra pas puiser dans la loi la sanction destinée à assurer l'exécution de ce contrat. On pourra soutenir qu'il y a eu immixtion dans les fonctions d'agent de change. Mais, cependant, on doit se demander s'il doit en résulter que le contrat contenant une semblable disposition soit nul *ab initio?* Si l'on doit considérer que la cause est illicite, la conséquence juridique sera-t-elle la nullité? Prenons les dispositions de l'article 1131 du Code civil, relatif à la cause des obligations. Ce texte dit: « L'obligation sans cause, ou sur une fausse cause, ou sur une cause illicite, ne peuvent avoir aucun effet. » Il ne résulte pas que l'obligation soit nulle par cela seul que la loi la prive de toute sanction. Il en résultera tout au moins une obligation morale qui imposera aux deux parties, si elles ne trouvent pas une sanction dans la loi, le devoir de tenir leurs promesses réciproques, conformément à leur commune intention. »

La théorie dont nous venons de citer ces quelques passages a pour nous l'intérêt de corroborer, dans une certaine mesure, notre opinion personnelle. Elle renferme, en outre, d'intéressantes considérations sur les effets et les sanctions d'une vente directe sans intermédiaire portant sur valeurs admises à la cote.

Au lieu de conclure, comme nous, à une nullité

absolue de l'obligation, basée sur son illégalité, M. Henri Fontaine pense qu'elle sera simplement dépourvue de toute sanction civile, et en fait une simple obligation morale, naturelle. Sans doute, au point de vue juridique, cette thèse est très solide; elle résulte de l'interprétation d'un texte, et mérite d'être appréciée pour sa régularité théorique.

Mais en est-il de même au point de vue pratique? Qu'est-ce, au juste, qu'une obligation naturelle? Pothier la définit: « Celle qui, dans le for de l'honneur et de la conscience, oblige celui qui l'a contractée à l'accomplissement de ce qui y est contenu. » Cette seule définition permettrait de mettre en doute l'efficacité d'une telle obligation, malgré tout le respect qu'on puisse porter à la conscience humaine! Mais ce n'est pas tout: en vertu de l'article 1235 du Code civil, et conformément à l'interprétation jurisprudentielle de ce texte, l'exécution d'une obligation naturelle doit, pour être valable, avoir été faite volontairement, ce qui ne signifie pas seulement librement, ni même spontanément, mais aussi en connaissance de cause: de sorte que si le débiteur s'est mépris sur la nature de son obligation, s'il ignorait qu'il n'était tenu au paiement qu'en vertu d'une obligation naturelle, ou s'il ignorait les conséquences de cette obligation, le paiement qu'il a fait n'est pas définitif, en ce sens que l'action en répétition est possible (1). En présence

(1) Cf. Baudry-Lacantinerie. Précis de droit civil. 10e édition. Tome II, n° 246.

de ces remarques, il nous semble que la distinction proposée par M. H. Fontaine, quant aux sanctions de la vente directe, si elle est très juridique, est bien précaire au point de vue de sa portée pratique. Que le contrat soit entaché d'une nullité radicale, ou qu'il soit valable mais dépourvu d'effets et de sanctions, peu importe, croyons-nous, pour le résultat définitif. Mais nous avons tenu à faire connaître la thèse de M. H. Fontaine, en vue de montrer surtout que, dans des matières aussi délicates, où la théorie et la pratique se contredisent parfois, les opinions les plus diverses peuvent se faire jour et présenter chacune quelque parcelle de vérité.

Résumons, pour terminer, ce long développement sur le contrat direct. La vente directe de valeurs de Bourse sans intermédiaire, très usitée en pratique, et reconnue par la jurisprudence, a été considérée, par certains auteurs, comme parfaitement légale. Nous avons accepté leur opinion quand la vente porte sur des valeurs non cotées; mais quand elle porte sur des valeurs figurant à la cote officielle, il nous a semblé, qu'en permettant d'éluder l'intervention des agents de change, elle porte atteinte au monopole de ceux-ci. Au point de vue théorique pur, il nous semble qu'une telle convention devrait être frappée de nullité. Certains auteurs veulent la considérer comme valable, mais dépourvue de toute sanction efficace; nous voulons bien accepter cette idée, mais nous répétons qu'une telle distinction nous semble plutôt illusoire en pratique.

II

Des applications par l'intermédiaire des établissements de crédit.

Pour réaliser ce que l'on appelle une « application », un établissement de crédit qui aura reçu d'un client un ordre d'achat d'une valeur donnée, et d'un autre client, un ordre de vente d'une même valeur, se contentera de compenser ces deux ordres contradictoires, en attribuant à l'acquéreur le titre dont le vendeur veut se défaire. L'établissement de crédit évitera ainsi d'avoir recours au ministère des agents de change, car la compensation d'ordres contraires se fera sans leur intervention. Les applications seront d'autant plus faciles à réaliser que l'établissement recevra un plus grand nombre d'ordres. C'est le solde de ceux qui n'auront pas pu être compensés, qui sera seul envoyé aux agents de change.

Tel est le mécanisme de l'opération. Bien qu'elle s'effectue en général d'une façon occulte et sans que les clients en aient été avertis, elle est très connue et très usitée en pratique, au point que les financiers et les économistes considèrent les établissements de crédit dans l'exercice de cette fonction comme un rouage pouvant être assimilé à la Compagnie des agents de change ou au Syndicat des banquiers-coulissiers, relativement à la négociation des valeurs de Bourse. M. Paul Leroy-Beaulieu le reconnaissait, lorsqu'il écrivait, en 1897 :

« Les grandes sociétés de crédit font, pour leur clientèle propre, une foule d'opérations qui consistent en des mutations de valeurs ou en des avances sur valeurs ; on sait qu'à leurs guichets elles se livrent quotidiennement à ce que l'on appelle des applications, c'est-à-dire qu'un certain nombre de leurs clients leur donnant des ordres d'acheter une valeur déterminée, et d'autres de leurs clients leur donnant des ordres de vendre cette même valeur, elles opèrent elles-mêmes la transaction, tant que les ordres d'achat et les ordres de vente s'équilibrent, sans recourir à aucun intermédiaire, soit officiel, soit libre. L'organe des grandes institutions de crédit sert surtout au petit public sérieux de Paris et de province, qui s'adresse aux innombrables agences de ces établissements. » (1)

L'opération étant ainsi décrite, demandons-nous si l'on peut la pratiquer indifféremment sur valeurs cotées et non cotées.

Au préalable, il convient d'exposer ici une opinion radicale, qui, loin de résoudre la question que nous venons d'énoncer, la supprime purement et simplement. Cette opinion est exposée dans l'ouvrage de M. E. Guilmard, que nous avons déjà cité (2). Nous ne saurions mieux l'exposer qu'en en citant les passages principaux. « Un banquier, dit cet auteur, une société de crédit, un trésorier géné-

---

(1) *Economiste français*, n° du 23 janvier 1897.

(2) E. Guilmard. De la vente directe des valeurs de Bourse sans intermédiaire, n° 50.

ral, d'une manière générale tout tiers recevant des ordres de Bourse, a-t-il le droit de faire des applications? Incontestablement non, parce que ce procédé est la violation du mandat donné par les clients. De plus, quand il s'agit de valeurs officiellement cotées, l'application est une fraude, car les agents de change ont seuls le droit de négocier en Bourse, soit entre eux, soit par voie d'application dans leurs bureaux... Juridiquement, le procédé d'application est illicite, qu'il s'agisse ou non de valeurs cotées officiellement, parce qu'il est contraire au mandat donné et reçu de transmettre les ordres, et de les faire exécuter en Bourse... On peut se demander s'il est possible de distinguer entre les valeurs du parquet et celles de la coulisse, et prétendre que la fonction d'intermédiaire ou de coulissier étant libre, les applications sont légitimes en ce qui concerne les valeurs du marché libre? Nous ne saurions admettre cette théorie. Tout le monde peut s'établir coulissier, mais encore faut-il prendre cette qualité. Or, le client qui donne à son banquier le mandat de transmettre ses ordres de Bourse, sait qu'il est en présence, non d'un intermédiaire, mais d'un mandataire. Ce dernier n'a donc pas le droit de se substituer au coulissier; s'il le fait, il viole le mandat reçu, et il cause un préjudice à son client, en le privant des recours en garantie contre les intermédiaires en Bourse... Les mêmes motifs qui militent en faveur des agents de change ont la même force lorsqu'il s'agit des coulissiers. En droit comme en fait, l'ap-

plication est un procédé normal de négociation en Bourse dont l'exercice est réservé exclusivement aux intermédiaires. »

Nous avions raison de dire que cette opinion supprime purement et simplement la question de savoir si l'application est possible indifféremment en matière de titres cotés ou non cotés. Elle la supprime en ce sens qu'elle déclare les applications comme illégitimes dans tous les cas.

Cette opinion ne nous paraît pas fondée, et nous préférons introduire ici une distinction entre valeurs cotées et valeurs non admises à la cote.

Pour ces dernières, nous ne voyons pas ce qui empêcherait, juridiquement et pratiquement, de réaliser des applications sur elles. Aucune disposition légale ne peut être invoquée pour l'interdire. L'établissement de crédit arrive, en somme, à remplacer l'intermédiaire, mais, en matière de valeurs non cotées, aucun intermédiaire officiel n'est imposé. De quel droit le coulissier, dont le monopole de fait n'est reconnu par aucune loi, viendrait-il protester contre la violation de ce monopole par l'établissement de crédit? Si l'opinion que nous critiquons était admise, nous ne verrions alors plus ce qui distinguerait l'agent de change du simple coulissier. Qu'on fasse respecter le privilège du premier, c'est très juste. Mais pourquoi protéger le coulissier dont l'intervention n'est reconnue nécessaire par aucun texte? Pourquoi le faire jouir des mêmes avantages qu'un intermédiaire officiel? Il

nous semble que, contrairement à l'opinion émise par M. Guilmard, les motifs qui militent en faveur des agents de change sont loin d'avoir la même force en ce qui concerne les coulissiers, et rien ne nous semble s'opposer à ce que les établissements de crédit puissent réaliser des applications sur valeurs non admises à la cote.

Mais nous pensons qu'en matière de titres cotés, il en est tout autrement. Ici, en effet, un intermédiaire officiel est légalement investi du droit de s'entremettre entre vendeur et acheteur. C'est ce qui résulte de l'article 76 du Code de commerce. Or, l'établissement de crédit réalisant dans ses bureaux la compensation entre deux ordres contraires, va directement à l'encontre de ce texte, puisqu'il se substitue à l'intermédiaire investi d'un monopole légal; il viole ce monopole; il porte préjudice à l'agent de change en ce sens qu'il le prive de l'occasion d'intervenir entre un acquéreur et un vendeur. Juridiquement, la société de crédit agissant ainsi nous semble se rendre coupable du délit d'immixtion dans les fonctions d'agent de change, délit prévu et puni par l'article 8 de la loi du 28 ventôse de l'an IX.

Malgré cela, la pratique nous offre des exemples permanents d'applications réalisées sur valeurs cotées aussi bien que sur valeurs non admises à la cote. S'il en est ainsi, c'est, croyons-nous, par simple tolérance. D'ailleurs, l'amendement Fleury-Ravarin, devenu l'article 14 de la loi du 13 avril 1898, a eu pour effet de rendre plus difficile encore la

réalisation de semblables opérations. Cette loi a soumis à la surveillance de l'administration de l'enregistrement tous ceux qui ont pour fonction de recevoir des ordres de Bourse; et, pour les valeurs admises à la cote officielle, elle a exigé la production d'un bordereau d'agent de change, justificatif de la régularité de l'opération et du paiement des droits fiscaux. Il en est résulté que tous les récepteurs d'ordres de Bourse se trouvent par cela même obligés de transmettre ces ordres à un intermédiaire officiel (1). Le seul moyen pour eux d'éluder les termes formels de la loi, c'est de se procurer, auprès des agents de change, des bordereaux de complaisance, grâce auxquels on pourra simuler une opération régulière (2). Mais ce n'est là qu'un palliatif, un moyen de tourner la loi au lieu de s'y soumettre, et il n'en reste pas moins que, grâce aux dispositions législatives signalées, l'opération devient très difficile et très dangereuse.

L'application ne persiste dans la pratique que par suite de son extrême commodité. Le client s'y prête parfois, et, en fait, à supposer que l'opération se fasse régulièrement, il ne peut guère éprouver d'inconvénients pratiques, et le résultat est le même pour lui. On peut toutefois objecter qu'il est privé de toute action en garantie contre l'intermédiaire de Bourse, puisqu'aucun intermédiaire n'est intervenu dans l'opération. Il peut aussi souffrir

---

(1) Cf. En ce sens : Guilmard. *Op. cit.*, n 21, p. 71.
(2) Cf. J. Haristoy. Le marché financier français.

du fait que le marché, privé d'une partie de ces éléments, pourra perdre de son activité; les cours d'une valeur sur laquelle n'apparaissent en Bourse que peu de transactions peuvent quelquefois s'en ressentir et être troublés de ce marasme qui n'est, en réalité, qu'apparent. Malgré cela, il ne faut pas s'illusionner sur la gravité de ces inconvénients, qui sont plus théoriques que réels; et c'est, en effet, pour ce motif que l'opération a acquis dans la pratique une aussi grande extension.

***

Puisque nous étudions le mécanisme et la légalité des opérations d'applications sur valeurs de Bourse, nous croyons utile de dissiper ici une équivoque possible, procurée par l'ambiguïté de ce terme. Il y a, en effet, deux sortes d'applications, celles qui sont réalisées par les banques, et celles qui sont réalisées par les agents de change. Si les premières nous ont paru d'une légalité plus que douteuse, les secondes sont, par contre, parfaitement régulières, puisque reconnues par des textes formels de la loi.

Voici en quoi consiste l'application réalisée par un agent de change. Supposons un agent de change recevant de ses divers transmetteurs d'ordres un certain nombre d'ordres de Bourse pour le prochain marché, parmi lesquels dix ordres d'achats d'actions de la Banque de France par exemple, et dix ordres de vente de ces mêmes valeurs. Il lui sera très facile de compenser ces ordres contradic-

toires en appliquant aux dix capitalistes acheteurs les titres dont veulent se défaire les dix capitalistes vendeurs. Si, au lieu de dix ordres de vente, l'agent de change en recevait douze, par exemple, il en appliquerait dix aux dix ordres d'achats, et quant aux deux ordres de vente restants, il les négocierait sur le marché d'une façon normale.

Une telle opération paraît parfaitement légitime : il n'y a aucune atteinte au monopole des agents de change. Il y a simplement confusion sur un même individu de deux personnalités qui sont théoriquement distinctes : l'intermédiaire acheteur et l'intermédiaire vendeur.

D'ailleurs, la meilleure justification de l'opération réside dans le fait qu'elle est reconnue par un texte législatif, le décret du 7 octobre 1890, art. 43, qui s'exprime ainsi : « Les mêmes règles doivent être suivies pour l'exécution par voie d'application des ordres en sens contraire reçus par le même agent de change. L'agent de change, avant de réaliser l'application, fait constater par un des membres de la Chambre syndicale l'absence de demandes ou d'offres plus favorables. »

Ce texte, en même temps qu'il admet formellement la possibilité pour les agents de change de pratiquer des compensations dans l'intérieur de leur charge, édicte aussi une précaution pour éviter que le client n'ait à souffrir des effets de cette opération. Comme la compensation doit se faire au cours coté en Bourse, l'agent de change, au cas où

il n'y aurait pas de cours coté, doit en faire fixer un par un adjoint de service ; il doit, en outre, faire constater qu'il n'y a pas d'offre ou de demande plus favorables, car, s'il y en avait, son devoir serait d'en faire bénéficier le client.

L'opération, ainsi entourée de ces quelques précautions, apparaît comme parfaitement légale ; elle n'a que l'inconvénient d'atténuer l'activité du marché et, éventuellement, de porter atteinte à la sincérité des cours, étant donné que les ordres contraires susceptibles de se compenser n'apparaissent pas en Bourse, et que c'est le solde seul qui peut entrer en ligne de compte pour modifier les cours. Cet inconvénient est, d'ailleurs, plus théorique que pratique, car, ainsi qu'on l'a fait remarquer, si tous les ordres sans exception allaient sur le marché, tous ceux qui pourraient être compensés s'annuleraient réciproquement sans modifier les cours, et c'est toujours le solde, soit d'ordres d'achat, soit d'ordres de vente, qui influencerait seul le prix, en vertu même de la loi économique de l'offre et de la demande.

III

De la convention illicite.

Nous avons déjà dit plusieurs fois que, pour les valeurs non cotées, le capitaliste peut s'adresser à un coulissier, tandis qu'en matière de valeurs cotées, il lui était nécessaire de s'adresser à un agent de change.

Mais admettons que ce même capitaliste veuille procéder à une opération sur valeur cotée en dehors de toute intervention de l'agent de change et en s'adressant à un intermédiaire sans qualité, un coulissier en l'espèce, dans le but d'obtenir, par exemple, un taux de courtage moins élevé. Dans ce cas, on dit qu'il y a entre le capitaliste et l'intermédiaire irrégulier une convention illicite.

On a défini cette convention : l'accord par lequel deux personnes, un donneur d'ordre et un intermédiaire de Bourse, s'entendent pour négocier une valeur cotée, sans avoir recours à l'intermédiaire d'un agent de change (1).

On le voit, par les termes mêmes de cette définition, un tel accord reste très licite quand il s'agit de titres non inscrits à la cote. Il ne devient illicite et ne constitue une atteinte au privilège des agents de change que lorsque la négociation porte sur une valeur cotée.

Quelle est la conséquence du caractère illicite d'une telle convention? Nous avons dit plus haut que la sanction du monopole institué par l'article 76 du Code de commerce était la nullité de l'opération réalisée en violation de cet article. La convention que nous étudions, lorsqu'elle aura ce caractère illicite, dans l'hypothèse que nous avons supposée, sera donc frappée de nullité. C'est, d'ailleurs, ce qui peut s'induire de l'article 18 de l'ar-

(1) H. Fontaine. *Op. cit.*, n° 298.

rêt du Conseil du 24 septembre 1724, ainsi conçu: « Toutes négociations de papiers commerçables et effets faites sans le ministère d'un agent de change, seront déclarées nulles en cas de contestation; faisant Sa Majesté défense à tous huissiers et sergents de donner aucune assignation sur icelles à peine d'interdiction et de trois cents livres d'amende, et à tous juges de prononcer aucun jugement, à peine de nullité desdits jugements. » Le *Manuel des agents de change* qui cite l'arrêt du Conseil de 1724, ajoute en note l'observation suivante: « La disposition de cet article est fort remarquable; c'est là qu'en l'absence de textes plus récents, on est allé chercher la sanction civile des négociations faites par des intermédiaires sans qualité. »

Nous n'avons pas à indiquer ici les conditions dans lesquelles cette nullité est exercée; nous avons déjà exposé ce point assez délicat, lorsque nous avons étudié les sanctions civiles de la violation de l'article 76 du Code de commerce.

Mais si nous avons soulevé ici la question de la convention illicite, au moment où nous envisagions la différence de situation juridique entre les valeurs cotées et non cotées, c'est que nous avons été frappé, avec beaucoup d'auteurs (1), de la situation anormale suivante.

(1) Notamment MM. Lyon Caen et Renault. Manuel de droit commercial, page 625, note, et M. H. Fontaine, *op. cit.*, pages 159 et suiv., à l'ouvrage duquel nous avons emprunté ces remarques.

Nous savons que les rentes sur l'Etat français, qui sont des valeurs inscrites de plein droit à la cote, jouissent de la tolérance de pouvoir être négociées aussi bien par un intermédiaire du marché libre que par un agent de change officiellement nommé; l'Etat français a obéi ici à des considérations d'intérêt personnel, en vue de donner au marché de ses rentes une plus grande extension. Mais il ne faut pas oublier que cette situation exceptionnelle qui est faite à la rente française ne résulte que d'une tolérance accordée par le Gouvernement, mais qu'elle ne trouve d'appui juridique dans aucun texte de loi. Dès lors, par une anomalie vraiment singulière, les nombreuses opérations réalisées par les coulissiers sur les rentes françaises constituent des conventions illicites privées de sanction légale, puisqu'il s'agit de négociations effectuées sur des valeurs inscrites à la cote par un intermédiaire libre et, par conséquent, sans qualité (1). C'est, du moins, ce qui résulte d'une interprétation juridique rigoureuse et restrictive des textes actuellement en vigueur.

C'est également ce qu'il faut juridiquement déduire de la solution jurisprudentielle; la Cour de cassation a, en effet, donné une application des principes ci-dessus énoncés dans un arrêt du 22 avril 1885 dont il importe de citer quelques fragments (2):

(1) En ce sens: Lyon Caen et Renault. *op. cit.*, p. 625, note ; H. Fontaine, n° 301.

(2) Cass., 22 avril 1885 ; Dall. 1885-I-273.

« Attendu, en droit, que l'arrêt du Conseil du 24 septembre 1724 qui déclare nulles les négociations de papiers commerçables et effets faites sans le ministère d'un agent de change, défend à tous huissiers de donner assignation sur icelles et à tous juges de prononcer aucun jugement;

» Attendu que cette sanction du refus d'action qui n'a été abrogée par aucune loi postérieure et qui a été édictée dans une matière spéciale doit être appliquée à l'intermédiaire sans qualité, comme à celui qui a provoqué ou accepté son intervention, l'un et l'autre se trouvant en faute vis-à-vis de la loi;

» Attendu que si, d'un part, le règlement définitif de l'opération n'a pas eu lieu, l'intermédiaire ne peut porter à son compte les négociations faites sans le concours d'un agent de change et poursuivre, par action en justice, soit le remboursement intégral de ses avances, soit l'attribution des sommes déposées entre ses mains; d'autre part, on ne saurait accorder une action en répétition des sommes versées, à celui qui, en connaissance de cause, a pris livraison des titres et en a payé le prix, ou qui, en l'absence de levée et de livraison de titres, a réglé définitivement les opérations faites. »

Cet arrêt interdit donc formellement toute action en répétition, afin d'empêcher qu'une irrégularité quelconque puisse servir de fondement à une répétition de l'indû. Mais on voit alors la situation qui peut se produire. Pour ne pas réaliser les termes d'une opération, un capitaliste qui aura traité

avec un intermédiaire sans qualité pourrait refuser l'exécution du marché, sachant que son mandataire se verra désarmé contre lui et ne pourra le contraindre par aucune action. Sans doute, la nullité en question est opposable, indistinctement, à l'un quelconque des deux contractants. Néanmoins, dans la réalité, la situation n'est pas identique pour l'un et l'autre. Et voici comment. Si l'intermédiaire irrégulier a traité avec un individu peu scrupuleux, cet individu poura alléguer la nullité de la négociation pour se soustraire à ses engagements; tenu par une simple obligation morale, il risque de faire fi de son exécution. Au contraire, le banquier-coulissier n'est pas dans la même situation; sans doute, en droit strict, il pourrait agir de la même façon, mais, en fait, il se trouve lié par les engagements qu'il a pris en entrant dans le Syndicat; il fait partie, de sa propre volonté, d'un rouage sinon officiel, du moins officieusement reconnu; s'il agissait d'une façon aussi indélicate, en abusant d'une situation juridique anormale, il pourrait être exclu du Syndicat dans lequel il serait considéré comme indigne de figurer.

Il y a là une inégalité de situation vraiment choquante. Elle se manifeste dans tous les cas où un capitaliste habile ou peu scrupuleux est parvenu à lier partie avec un intermédiaire irrégulier pour la négociation d'une valeur inscrite à la cote officielle. Ici, à la rigueur, le mal est moins grand, car on peut objecter à l'intermédiaire qu'il n'ignorait pas la violation de la loi dont il se rendait com-

plice. Mais la situation est véritablement inacceptable lorsqu'il s'agit de négociations portant sur les rentes françaises; l'intermédiaire sans qualité, fort de la tolérance accordée par le Gouvernement, a la conviction qu'il agit en toute régularité; aucune intention frauduleuse ne lui est imputable. Il est donc exorbitant de reconnaître au spéculateur le droit de provoquer à son encontre l'application des sanctions de l'article 76 et, notamment, de réclamer la nullité de l'opération, et de faire prononcer contre le coulissier la sanction pénale de la loi du 28 ventôse an IX.

A ce point de vue, une modification légale semble s'imposer. Comme le fait remarquer M. H. Fontaine, il est étrange que le fisc puisse venir percevoir des impôts sur des opérations très considérables que, d'autre part, la loi déclare déchues de toute sanction légale. Les banquiers-coulissiers, qui rendent service à l'Etat en étendant le marché de la rente, ne doivent pas subir cette situation. Ceci impose l'abrogation d'un texte qui frappe d'un caractère illégal des opérations qui sont, le plus souvent, parfaitement réelles et régulières.

Le législateur semble s'être aperçu de cet inconvénient et est entré dans la voie des réformes par une modification, sans doute anodine, mais qui est un indice de ses préoccupations. Nous voulons parler de la proposition de M. de Monzie qui a inséré, dans la loi du 28 ventôse an IX, la modification suivante :

« Article 8. — Il est défendu, sous peine d'a-

mende qui sera au plus de un sixième du cautionnement des agents de change et au moins de un douzième, à tous individus autres que ceux nommés par le Gouvernement, d'exercer les fonctions d'agent de change ou courtier. L'amende sera prononcée correctionnellement par le Tribunal de première instance, soit sur la poursuite du ministère public agissant d'office, soit sur la plainte ou la réquisition d'un agent de change ou courtier intéressé. »

Le texte ainsi remanié a pris place dans la loi de finances du 27 février 1912. M. de Monzie expliquait en ces termes, à la Chambre des députés, le sens de son amendement : « Cela signifie, disait-il, qu'il ne sera plus possible à un client qui serait débouté de sa demande en restitution, ou déclaré irrecevable, par application de l'article 76, comme ayant été complice de l'infraction, à celui qui n'a plus d'action civile, de mettre en mouvement l'action publique. Mais il reste loisible au ministère public de poursuivre correctionnellement les infractions à la loi de ventôse an IX quand ces poursuites lui paraîtront nécessaires pour la sauvegarde de l'ordre public ou du monopole. Il le fera librement, sans être tenu par la plainte du client. » (1)

Cette modification a son importance ; elle indique surtout que le législateur a compris l'inconvé-

(1) *Journal officiel*. Chambre, Débats. Séance du 28 décembre 1911, pages 4388 et 4389.

nient de la situation que nous avons signalée, et qu'il y a porté un remède partiel. Sans vouloir faire bénéficier d'un régime de faveur des intermédiaires libres, dont la qualité n'est pas officiellement reconnue, il importe néanmoins de chercher, par des réformes prudentes, à assurer au marché financier la sincérité et la stabilité.

***

Au cours de ce long chapitre, nous n'avons prétendu envisager que les principales différences qui distinguent, au point de vue de la négociabilité, un titre coté d'un titre non inscrit à la cote. En somme, tout repose sur ce principe fondamental, renfermé dans l'article 76, savoir, la nécessité de l'intervention d'un agent de change pour la négociation des titres cotés. C'est sur ce principe hors de discussion que nous avons appuyé tout ce que nous avons dit au sujet des modalités de la vente, notamment notre théorie sur le contrat direct; c'est sur ce principe que l'on base généralement l'impossibilité pour les banquiers de réaliser des « applications » sur valeurs cotées; c'est en vertu de ce principe que la convention liant un spéculateur à un intermédiaire libre pour la négociation d'une valeur inscrite à la cote, devient illicite et dépourvue de toute sanction légale. L'article 76, règle essentielle dans laquelle les agents de change trouvent le fondement de leur monopole, rayonne donc sur les domaines les plus divers de notre législation.

CHAPITRE III

INFLUENCE DE L'ADMISSION A LA COTE SUR L'APPLICATION DES MESURES FISCALES

Nous n'avons pas l'intention d'étudier ici le régime fiscal des valeurs mobilières en général; ce serait sortir du cadre de notre sujet, et nous ne pouvons que renvoyer, sur ce point, aux traités de législation fiscale (1). Nous rappellerons simplement que les valeurs mobilières supportent, d'une façon d'ailleurs inégale (2), quatre taxes différentes : impôt de timbre, de transmission, impôt sur le revenu, impôt sur les opérations de Bourse. Ce que nous voulons rechercher ici, c'est le point de savoir si ces taxes s'appliquent aussi bien en matière de

(1) La bibliographie est très étendue ; citons : A. Wahl, Régime fiscal des valeurs mobilières. — M. Moye, Précis de législation financière — P. Leroy-Beaulieu, *Economiste français*, nos du du 20 juin au 11 juillet 1914, etc.

(2) Le taux varie souvent selon les catégories de valeurs, et certaines de ces catégories jouissent d'immunités plus ou moins explicables. La rente française a une situation particulièrement favorable, à l'égard des quatre impôts ; les fonds d'Etats étrangers bénéficient d'une exonération de la taxe de transmission et de l'impôt sur le revenu, sous la réserve de quelques taxes compensatrices.

titres cotés que de titres non cotés. Nous verrons, d'ailleurs, que la différence de traitement n'est pas extrêmement nette, et que les nuances sont assez subtiles. L'analyse à laquelle nous allons nous livrer nous permettra d'abord de démontrer que, dans certains cas, le paiement de l'impôt est une condition préalable à l'admission. Elle nous montrera aussi que la notion d'admission à la cote joue un certain rôle en matière d'impôt sur les opérations de Bourse.

Section Première

DU PAIEMENT DES TAXES CONSIDÉRÉ COMME UNE CONDITION DE L'ADMISSION

Il circule dans notre pays trop de titres non admis à la cote pour que l'administration puisse accepter d'être désarmée contre eux. Et en effet, cotés ou non, tous les titres paient les mêmes impôts. Seulement, un fait certain, c'est que l'impôt est plus difficile à percevoir sur les titres étrangers que sur les titres de nationalité française. On a, dès lors, essayé d'aplanir la difficulté par un détour législatif consistant à exiger le paiement des droits fiscaux en retour de l'admission sur notre marché officiel (1).

Cette indication, assez subtile, mérite d'être éclaircie; tandis que les valeurs françaises sont

(1) R. Cartier. Le régime des fonds d'Etats étrangers en France. Chapitre III.

soumises à l'acquittement des droits indifféremment quand elles sont cotées ou non cotées, et que, pour elles, la notion de cotation ne change rien à leur régime, au contraire, en matière de valeurs étrangères, cette notion présente une certaine importance. En effet, un titre de nationalité étrangère, s'il veut être admis à notre cote officielle, doit être en règle avec le Trésor; le paiement des impôts est donc une condition préalable à l'admission. N'oublions pas toutefois que les développements que nous allons fournir dans cette section n'intéressent que les valeurs étrangères.

Le fait que nous venons de signaler est essentiel en matière de valeurs émises par des compagnies ou sociétés étrangères. Il est moins apparent en matière de fonds publics étrangers, étant donné le régime fiscal de faveur dont ils jouissent. Pour eux, en effet, la question de l'acquittement préalable du droit de transmission et de la taxe sur le revenu ne se pose pas, ces fonds en étant exonérés de plein droit. Quant à l'acquittement du droit de timbre, il est réglé au comptant une fois pour toutes, dès l'introduction du titre en France, et il est constaté par apposition matérielle d'une mention administrative.

Mais cette remarque n'affaiblit en rien l'affirmation que nous posions plus haut, et il n'en reste pas moins qu'aucune valeur étrangère ne pourra être inscrite à la cote officielle, tant que satisfaction n'aura pas été donnée au fisc français.

Il faut, néanmoins, remarquer ici que l'obliga-

tion d'être en règle avec le Trésor vise seulement trois des impôts qui peuvent frapper les valeurs mobilières, savoir : l'impôt du timbre, la taxe de transmission et l'impôt sur le revenu. L'impôt sur les opérations de Bourse, au contraire, n'est nullement visé ici ; mais cela se conçoit fort bien, puisqu'il s'agit précisément de conditions préalables à l'admission, et que l'impôt sur les opérations de Bourse se perçoit, au contraire, postérieurement à l'accès de la valeur sur le marché.

***

La nécessité d'avoir satisfait aux obligations envers le Trésor, considérée comme une condition préalable à l'inscription à notre cote des titres de nationalité étrangère, est actuellement parfaitement reconnue et établie. Mais ce rapport entre l'admission à la cote et la situation fiscale du titre, pour avoir été pressenti depuis longtemps déjà, n'a pas toujours été exprimé avec une parfaite netteté, et il serait peut-être intéressant de retracer l'histoire de l'apparition graduelle du principe que nous étudions, en considérant les diverses dispositions législatives qui lui ont été consacrées.

Il y a eu, en effet, dans la seconde moitié du siècle dernier, une série de lois sur la matière qui nous intéresse, lois dont les conséquences sont parfois subtiles à saisir, et dont il est parfois difficile de suivre le lien qui les unit.

La première loi intéressante sur la question qui nous occupe est celle du 23 juin 1857. Son arti-

cle 9 s'exprime ainsi : « Les actions et obligations émises par les sociétés, compagnies ou entreprises étrangères, sont soumises, en France, à des droits équivalents à ceux qui sont établis sur les valeurs françaises ; elles ne pourront être cotées et négociées en France qu'en se soumettant à l'acquittement de ces droits. » C'est la disposition finale de cet article qui nous intéresse, et qui formule déjà cette relation entre les obligations fiscales et la situation financière du titre. La seule difficulté soulevée par ce texte consistait dans l'interprétation de l'expression « titres cotés et négociés en France ». On chercha une base dans le décret, en date du 17 juillet 1857, dont la loi du 23 juin annonçait la publication ultérieure ; or, ce décret ne parlait que de sociétés « autorisées à faire coter leurs actions et obligations à la Bourse » (art. 10), ou de « titres qui sont ou seront cotés en France » (art. 11). Ces expressions servirent de base à une interprétation insuffisamment extensive de la loi du 23 juin 1857 ; de telle sorte que les termes « titres cotés et négociés en France » par lesquels s'exprimait l'article 9 de cette loi furent traduits par la formule : valeurs admises à la cote. Il en résultait évidemment que l'impôt ne frappait que les négociations sur valeurs cotées au marché officiel, tandis que les valeurs non admises à la cote officielle trouvaient ainsi le moyen d'échapper aux obligations fiscales, et bénéficiaient d'une exemption d'ailleurs assez injustifiée.

On essaya d'enrayer cette évasion fiscale d'un

genre spécial, au moyen d'une disposition légale plus large. Ce fut la loi du 30 mars 1872. Son article 1er reproduit, en des termes presque identiques, le principe de l'article 9 de la loi du 23 juin 1857 : « Les titres émis par les villes, provinces et corporations étrangères, quelle que soit leur dénomination, et par tout autre établissement public étranger, seront soumis à des droits équivalents à ceux qui sont établis par la présente loi et par celle du 5 juin 1850 sur le timbre. Ils ne pourront être cotés ou négociés en France qu'en se soumettant à l'acquittement de ces droits. » Jusqu'ici rien de nouveau ; c'est une répétition de la loi de 1857. Mais voici qui est plus important et qui permettra de frapper des impôts un plus grand nombre de titres. C'est l'article 2, alinéa premier, qui s'exprime ainsi : « Nul ne peut négocier, exposer en vente, ou énoncer dans des actes de prêt, de dépôt, de nantissement ou dans tout autre acte ou écrit, à l'exception des inventaires, des titres qui n'auraient pas été admis à la cote, ou qui n'auraient pas été dûment timbrés au droit de un pour cent du capital nominal. » Le deuxième alinéa du même article ajoute : « Tout acte, soit public, soit sous seing privé, qui énoncera un titre de rente ou effet public d'un Gouvernement étranger, ou tout autre titre étranger non coté aux Bourses françaises, devra indiquer la date et le numéro du visa pour timbre apposé sur ce titre, ainsi que le montant du droit payé. »

Cette disposition permettait donc de frapper

d'une taxe de un pour cent les titres qui n'étaient pas admis à la cote. Mais la loi n'atteignait pas absolument tous les titres non inscrits ; elle ne parvenait à atteindre que les titres mentionnés dans les actes énumérés par elle, et il restait encore une large brèche par laquelle les titres non cotés pouvaient échapper aux atteintes du fisc.

Très peu de temps après, une nouvelle loi, en date du 29 juin 1872, institue une taxe sur le revenu des valeurs mobilières et dispose, dans son article 4: « Les actions, obligations, titres d'emprunts, quelle que soit d'ailleurs leur dénomination, des sociétés, compagnies, entreprises, corporations, villes, provinces étrangères, ainsi que tout autre établissement public étranger, sont soumis à une taxe équivalente à celle qui est établie par la présente loi, sur le revenu des valeurs françaises. Les titres étrangers ne pourront être cotés, négociés, exposés en vente ou émis en France, qu'en se soumettant à l'acquittement de cette taxe, ainsi que des droits de timbre et de transmission. » On voit le procédé employé par cette loi pour assurer le paiement de l'impôt: il consiste dans une énumération de divers actes: négociation, admission à la cote, exposition en vente, émission, et dans la déclaration que ces actes ne pourront avoir lieu sans l'acquittement préalable des droits fiscaux. En d'autres termes, ces actes permettront de rendre la taxe exigible. On voit que, parmi eux, figure l'admission à la cote officielle, et ceci montre une

corrélation de plus en plus nette entre la situation fiscale du titre et son admission sur le marché.

Néanmoins, les résultats obtenus par la loi précédente ne paraissaient pas encore décisifs. La perception des droits sur les titres étrangers restait encore très difficile à réaliser, car les droits étaient payés au comptant, et ce mode de perception favorisait l'évasion d'une matière imposable déjà délicate à saisir. Il y aurait eu, au contraire, un avantage incontestable à traiter avec des sociétés payant les taxes au moyen d'un abonnement, car il est beaucoup plus aisé de réclamer à une société dûment constituée une somme globale représentant son abonnement envers le fisc, que de poursuivre, entre les mains de chaque porteur de titres, l'acquittement des droits au comptant sur chacun de ces titres.

On essaya donc de favoriser l'abonnement fiscal des sociétés émettrices ; et, pour cela, on éleva les droits sur les titres des sociétés non abonnées. La loi de finances du 28 décembre 1895 déclarait, en effet, dans son article 3 : « A partir du 1er janvier 1896, le droit de timbre au comptant des titres étrangers est fixé... à deux pour cent (1) pour ceux désignés dans les articles 9 de la loi du 23 juin 1857, et premier, alinéa 4, de la loi du 30 mars 1872. »

---

(1) Il s'agit, on le comprend, d'une élévation au double du droit de 1 % établi par la loi du 30 mars 1872 précitée.

Il résultait de cette disposition légale que les sociétés qui persistaient à préférer à l'abonnement l'acquittement au comptant de l'impôt, étaient désavantagées par suite de l'élévation de ce dernier droit. Ceci pouvait donc les pousser à s'abonner envers le fisc. Elle pouvaient également redouter l'éloignement du public pour des valeurs soumises à un impôt plus élevé, éloignement qui pouvait leur causer un réel préjudice.

Quoi qu'il en soit, l'évolution législative ne devait pas s'arrêter à ce stade; l'organisation actuelle n'obéit pas, en effet, à la loi de 1895, car celle-ci, jugée inefficace dans son domaine a été renforcée dans le but qu'elle se proposait par la loi du 13 avril 1898. Voici l'énoncé de l'article 12 de cette loi : « L'amende prévue à l'article 3 de la loi du 25 mai 1872 (1) est applicable à toute personne qui effectue en France l'émission, la mise en souscription, l'exposition en vente, ou l'introduction sur le marché des titres étrangers désignés dans l'article 4 de la loi du 29 juin 1872, qui annonce au public les opérations ci-dessus, et à toute personne qui fait le service financier de ces mêmes titres, soit en opérant leur remboursement ou leur transfert, soit en faisant le paiement des coupons, tant qu'un représentant responsable des droits de timbre, de transmission et de l'impôt sur le revenu

---

(1) Cette amende, conformément à l'article modifié, est de 5 °/₀ de la valeur nominale des titres annoncés ou émis, sans que cette amende puisse être inférieure à 50 fr.

dont ces titres sont redevables, n'aura pas été agréé. Cette amende ne pourra être inférieure à 50 francs. »

Malgré l'obscurité et la lourdeur de son texte, le sens de cet article ne souffre, croyons-nous, aucune contestation. Il a pour but d'empêcher l'entrée en France de titres de sociétés étrangères non abonnées. Et cette prohibition d'introduction et de négociations est sanctionnée par une amende prononcée contre les intermédiaires qui chercheraient à l'enfreindre. Cette mesure prise directement contre l'intermédiaire réagit finalement sur la situation fiscale du titre, car l'intermédiaire s'abstiendra vraisemblablement de toute opération sur des valeurs qui ne sont pas en règle avec le fisc, et hésitera à tomber sous le coup d'une amende, en cas de contravention.

En même temps qu'elle édicte ces sanctions et qu'elle prend les précautions fiscales signalées, cette loi organise le mode de perception des droits dus au Trésor, en exigeant la nomination d'un représentant responsable du paiement de ces droits. Le résultat de cette disposition, c'est que, tant qu'un représentant responsable n'aura pas été agréé, le titre ne pourra pas circuler en France. Notamment, ne pourra être admis à la cote officielle un titre étranger qui n'est pas en règle avec le Trésor (1), c'est-à-dire dont la société émettrice

(1) En ce sens: Décret du 6 février 1880, article 2, *in fine*.

n'aura pas fait agréer par le Gouvernement un représentant responsable des droits. Il est donc légitime de dire, en la matière spéciale qui nous intéresse de l'admission à la cote, que le paiement de taxes, matérialisé par la nomination du représentant, devient une des conditions de l'admission.

***

C'est à ce point que nous conduit l'évolution législative que nous venons de décrire. Ici, quelques indications sur le représentant responsable nous paraissent indispensables (1).

Le représentant doit être de nationalité française et d'une solvabilité notoire. Il faut, en outre, que ce représentant ait été formellement agréé par le ministre des finances. Le décret du 10 août 1896 autorise néanmoins ce dernier à donner délégation, pour l'agrément du représentant responsable, au directeur de l'Enregistrement, des Domaines et du Timbre. Les personnes ayant qualité pour agir au nom de la société désigneront, au préalable, un représentant, et l'autorité compétente ratifiera cette présentation si elle estime remplies les conditions légales.

Le représentant doit s'engager à solder person-

---

(1) Bibliographie : A. Wahl. Le représentant responsable des sociétés étrangères vis-à-vis du fisc. Clunet, 1899, p. 913 — B.-P. Dauphin. Emission et circulation des titres des sociétés étrangères en France. Thèse 1906, p. 27. — P. Renou. Les valeurs mobilières étrangères. Thèse 1906, p. 91, etc.

nellement les taxes dues au fisc français ; comme la charge peut être très lourde, une personne unique hésiterait peut-être à s'y soumettre ; aussi, dans la pratique, le représentant responsable est généralement un établissement de crédit ; le plus souvent, même, c'est l'établissement financier chargé de l'émission.

On a estimé que l'engagement du représentant, par suite même de sa gravité, ne pouvait peser, d'une façon indéfinie, sur celui qui l'avait assumé. C'est pour ce motif qu'on a limité à trois années cet engagement envers le fisc. Le représentant, pourvu qu'il en prévienne l'administration six mois à l'avance, a la faculté de demander à être délié de ses obligations. Cela ne veut pas dire, d'ailleurs, que la société émettrice soit déchargée de ses droits envers le Trésor ; ce renouvellement triennal n'est qu'une facilité accordée au représentant pour diminuer la lourdeur et l'incertitude de sa charge.

Ajoutons que, conformément à des dispositions nouvelles édictées par un décret du 22 juin 1898, les sociétés ont la faculté de remplacer le représentant par le dépôt d'un cautionnement en numéraire. Le montant de ce cautionnement sera apprécié par le ministre des finances, ou, en vertu d'une délégation de celui-ci, par le directeur général de l'Enregistrement, des Domaines et du Timbre. Un montant minimum est cependant imposé ; il est approximativement calculé d'après le total des taxes annuelles dues pendant une période de trois années.

Ce cautionnement est déposé à la Caisse des dépôts et consignations; il produit un intérêt de 2 0/0.

Le représentant ayant été agréé, la société émettrice ne pourra pas éviter le paiement des droits, puisque le représentant est garant sur ses biens personnels de l'acquittement de l'impôt. L'agrément du représentant, considéré comme une garantie du paiement des taxes, doit être certifié au syndic des agents de change au moment de la demande d'admission. Et voilà pourquoi nous nous sommes cru en droit de dire que la satisfaction donnée au fisc est une condition dont l'inaccomplissement serait un obstacle infranchissable à toute admission à la cote officielle.

Une fois le titre admis sur le marché, il peut arriver que les transactions auxquelles il donnera lieu soient en fait très restreintes. Mais le fisc n'entre pas dans ces considérations, et l'impôt reste dû, indépendamment de toute négociation effective (1).

Remarquons ici que ce n'est pas seulement l'admission à la cote qui constitue le fait générateur de l'impôt pour l'accomplissement duquel on doit justifier du paiement préalable des taxes. Les lois prévoient également l'émission, l'exposition en vente, la mise en souscription, la négociation, l'introduction en France. Il résulte de cette remarque la conséquence suivante : si l'admission à la cote est refusée, mais si les titres continuent à être négociés ou

(1) Cass., 10 juin 1874. Dall. 1875-I-25 ; Sir. 1874-I-445.

mis en circulation en France, l'obligation contractée par le représentant responsable demeure entière; car, à défaut d'admission à la cote, la négociation, la mise en circulation et autres actes mentionnés plus haut constituent des faits générateurs justifiant l'exigibilité des droits. Cette solution, très légale, est d'ailleurs confirmée par un arrêt de la Cour de cassation, en date du 17 février 1888 (1).

Il pourrait en être autrement dans le cas où le représentant aurait formellement stipulé qu'il n'entendait cautionner qu'une entreprise dont les titres figureraient à la cote officielle. Le refus d'admission des titres à la cote pourrait, dans ce cas particulier, délier le représentant de son engagement: la convention fait la loi entre les parties.

Que se passerait-il, au point de vue fiscal, si les titres étaient rayés de la cote officielle, soit par une délibération en ce sens de la Chambre syndicale, soit par une demande formelle de la société émettrice? Ces titres seraient-ils de ce fait dispensés de payer l'impôt? Nullement. Dans une espèce qui a été déférée à la Cour de cassation (2), l'avocat général, dans ses conclusions, déclarait: « Je ne crois pas qu'une compagnie étrangère qui a obtenu l'admission à la cote de ses titres puisse ensuite y renoncer pour partie, afin de ne pas payer l'impôt sur une certaine quotité de ces titres. » Nous estimons cette opinion très justifiée; malgré la radia-

(1) Cass., 17 février 1888. Sir. 1890-I-33.
(2) Cassation, 10 juin 1879.

tion, la société émettrice doit rester soumise à l'acquittement des taxes, à condition, bien entendu, que les titres continuent à être négociés et à circuler en France. S'il en était autrement, une société pourrait employer le stratagème de faire rayer ses titres de la cote quelques années après leur admission, lorsqu'ils auraient acquis dans le public une notoriété suffisante pour pouvoir se passer de cette garantie morale que constitue l'inscription sur le *Bulletin officiel de la Bourse;* les titres ainsi rayés conserveraient sensiblement la même confiance, mais échapperaient à l'impôt. Une évasion fiscale aussi tangible ne peut pas être tolérée. Aussi, même rayés de la cote, les titres restent astreints au paiement de l'impôt. Il ne pourrait en être autrement que si la société pouvait justifier qu'aucun de ses titres ne circule plus en France; dès lors, la matière imposable ferait défaut, et, dans ce cas particulier, l'obligation d'acquitter les droits cesserait du même coup.

En somme, tous les problèmes que nous avons agités au cours de ce paragraphe, toute l'évolution législative dont nous avons décrit les phases, concourent à démontrer qu'il y a des rapports incontestables entre la situation fiscale d'un titre et son admission ou sa non-admission à la cote.

Section II

L'ADMISSION A LA COTE ET LES DIFFÉRENTS IMPOTS SUR LES VALEURS MOBILIÈRES

Nous allons maintenant envisager, sous une nouvelle face, le problème fiscal qui nous occupe, et, après avoir vu que le paiement des taxes est une sorte de condition préalable à l'admission, nous allons rechercher maintenant si ces taxes sont bien les mêmes et sont perçues d'après les mêmes modalités, suivant qu'il s'agit d'une valeur cotée, ou d'une valeur non cotée.

Pour bien poser le principe, et surtout pour localiser la question, disons tout de suite que, sur le paiement des droits de timbre, de transmission et de l'impôt sur le revenu, la notion d'admission n'exerce aucune influence, sauf les modalités signalées dans la section précédente, quant à la nationalité de la valeur, et sous la réserve que le titre, par sa nature même (rente française, fonds d'Etat étranger), ne bénéficie pas de certaines mesures de faveur. Il n'en est pas de même, au contraire, de l'impôt sur les opérations de Bourse. Nous ne voulons sans doute pas dire que cet impôt n'est dû que pour les titres cotés; au contraire, il doit être acquitté indistinctement par toute espèce de valeurs; mais si la notion de cote réagit sur le paiement de l'impôt sur les opérations de Bourse, c'est quant aux modalités de ce paiement.

Nous allons donc montrer que, quant au mode de perception de l'impôt sur les opérations de Bourse, la loi distingue entre les deux catégories de titres que nous connaissons.

Sous l'empire de la loi du 28 avril 1893, il n'en était pas ainsi ; l'article 29 de cette loi donnait aux intermédiaires de Bourse une option possible entre deux manières d'acquitter l'impôt, ou bien « représenter des bordereaux d'agent de change », bordereau dont la rédaction est soumise à un droit de timbre, ou bien, « faute de ce faire, acquitter personnellement le montant des droits ». Cette double alternative a eu, nous l'avons vu, une importance énorme aux yeux des coulissiers, qui puisaient dans cette disposition une sorte de reconnaissance légale. Mais, au point de vue spécial qui nous occupe ici, nous voyons qu'aucune allusion n'est faite, dans la loi de 1893, à la distinction des valeurs suivant leur inscription ou leur non-admission à la cote. Les mêmes obligations fiscales existaient pour toutes, et toutes jouissaient de la faculté d'opter entre les deux modes de paiement signalés.

Avec la loi du 13 avril 1898, la situation change ; la distinction que nous n'apercevions pas dans la loi précédente, se présente, au contraire, très nettement ici. Voici, d'ailleurs, le texte de l'article 29 : « Quiconque fait commerce habituel de recueillir des offres et des demandes de valeurs de Bourse doit, à toute réquisition des agents de l'Enregistrement, s'il s'agit de valeurs admises à la cote officielle, représenter des bordereaux d'agents de

change, ou faire connaître les numéros et les dates des bordereaux, ainsi que les noms des agents de change de qui ils émanent, et, s'il s'agit de valeurs non admises à la cote officielle, acquitter personnellement le montant des droits. »

Le texte de cette loi en fait assez facilement comprendre le mécanisme. Les intermédiaires de qualité quelconque, qui s'occupent habituellement, selon les termes mêmes de la loi, de recueillir des offres et des demandes de valeurs de Bourse, doivent se mettre à la disposition de l'Enregistrement, en adressant à cette administration une déclaration constatant qu'ils prennent la qualité cidessus. Ils seront, dès lors, assujettis au contrôle fiscal, et le fisc leur impose la tenue d'un répertoire. Lorsqu'il s'agit des agents de change, lesquels sont soumis à la loi de 1898 comme tout intermédiaire, les registres légaux qui leur sont imposés tiennent lieu de répertoire, et l'impôt sur l'opération de Bourse est perçu d'après ces registres. S'il s'agit d'un intermédiaire libre se bornant à une simple transmission de l'ordre à un agent de change, le répertoire sera ce qu'on appelle un répertoire d'ordres, et les mentions qu'il devra renfermer, notamment les numéros et les dates des bordereaux, et le nom de l'agent de change, ne serviront, en somme, qu'à contrôler les indications portées sur le registre de l'intermédiaire officiel. Quant aux coulissiers, ils doivent être considérés, pour les valeurs admises à la cote officielle, comme de simples transmetteurs d'ordres, et ils sont assujettis dans ce cas

à la tenue d'un répertoire d'ordres, dont nous venons d'expliquer le mécanisme.

Au contraire pour les valeurs non cotées, la loi de 1898 n'a rien innové, et les dispositions de la loi de 1893 restent en vigueur pour les coulissiers; ils assurent eux-mêmes la perception de l'impôt en tenant un répertoire organisé conformément à l'article 2 du décret du 20 mai 1893 et c'est à eux que s'adresse la disposition finale de la loi de 1898: « ...S'il s'agit de valeurs non admises à la cote officielle, acquitter personnellement le montant des droits. »

Il est incontestable que cette tenue de multiples registres et répertoires peut paraître complexe, dans une certaine mesure; elle permet néanmoins d'assurer la perception régulière de l'impôt, et c'est là sa meilleure justification. Au reste, en matière fiscale, notre législation ne nous a jamais habitués à la simplicité et à la clarté!

Quoi qu'il en soit, il ressort de cette disposition légale que le mode de perception de l'impôt sur les opérations de Bourse est différent suivant qu'il s'agit de valeurs cotées ou non cotées. L'opinion que nous formulons est d'ailleurs corroborée par les termes d'une Instruction administrative, interprétant la loi de 1898, et émanant du directeur général de l'Enregistrement (1). Il ne nous paraît

---

(1) Instruction n° 2956, du 30 juin 1898, du directeur général de l'Enregistrement relative à l'exécution des articles 14 et 15 de la loi du 13 avril 1898.

pas superflu de citer quelques fragments de ce texte officiel.

« Sans distinguer, dit cette Instruction, entre les valeurs qui sont admises à la cote officielle et celles qui n'y sont pas admises, l'art. 29 de la loi du 28 avril 1893 obligeait, en principe, toutes les personnes qui interviennent par profession dans les opérations d'achat ou de vente, soit à justifier du paiement de l'impôt par la représentation d'un bordereau d'agent de change..., soit à payer personnellement le montant des droits.

» Il a paru nécessaire d'établir une harmonie plus complète entre la législation fiscale et l'article 76 du Code de commerce, aux termes duquel les agents de change ont seuls le droit de faire les négociations des effets publics et autres susceptibles d'être cotés.

» Dans ce but, l'article 14 de la loi du 13 avril 1898 introduit une distinction fondamentale entre les valeurs qui sont admises et celles qui ne sont pas admises à la cote officielle. Pour les premières, dont la négociation rentre dans le domaine exclusif du ministère des agents de change, tout moyen de suppléer à la représentation ou à l'indication du bordereau est supprimé... Quant aux valeurs non admises à la cote officielle, l'article 14 maintient purement et simplement la législation existante. »

Examinant ensuite les conséquences de l'article 14 de la loi de 1898, au point de vue de la percep-

tion des droits, l'Instruction administrative continue en ces termes :

« L'article 14 n'apporte aucune dérogation aux règles générales qui gouvernent la perception de l'impôt créé par la loi du 28 avril 1893 ; mais il entraîne certaines modifications aux conditions dans lesquelles le paiement en était effectué.

» Pour les valeurs admises à la cote, les personnes autres que les agents de change, qui interviennent par profession dans les opérations d'achat et de vente, ne sont plus constituées débitrices du droit proportionnel, qui sera désormais acquitté par les agents de change ; mais elles demeurent tenues d'inscrire les opérations effectuées par leur intermédiaire sur le répertoire créé par l'article 30 de la loi du 28 avril 1893, en ayant soin d'indiquer le nom de l'agent de change dans la colonne qui a pour objet de faire connaître le nom ou de l'agent de change, ou du mandataire substitué, ou de la personne qui a fait la contre-partie de l'opération (1).

» Quant aux valeurs non admises à la cote officielle, rien n'est changé en ce qui les concerne, et toutes les instructions antérieures continueront à recevoir leur exécution. »

Nous avons voulu citer ces quelques passages de l'Instruction administrative, car il nous semble qu'un texte officiel, lorsqu'il est clair, est préféra-

---

(1) C'est là ce que nous appelions plus haut la tenue d'un « répertoire d'ordres ».

ble à tout commentaire. Ce texte signale, au point de vue fiscal, une différence de traitement très nette entre valeurs cotées et valeurs non admises à la cote officielle.

*
* *

Si nous voulons résumer maintenant les différents points que nous avons étudiés dans ce chapitre, nous verrons qu'il n'y a pas, à proprement parler, une législation fiscale spéciale, suivant que la valeur est ou n'est pas admise à la cote officielle ; il y a seulement diverses modalités de détail, qui sont parfois assez subtiles, et assez difficiles à saisir, mais sur lesquelles nous ne pouvions pas passer, car c'est la preuve des rapports certains qui existent entre la notion de cote et la question fiscale.

Tel est donc le régime fiscal actuel ; hâtons-nous de dire que, par suite de remaniements fréquents, on ne sait jamais si quelque modification ne viendra pas en changer l'aspect. Au lieu de multiplier ces petites mesures de détail qui, loin de simplifier la matière, en compliquent encore les solutions, il serait souhaitable de voir tenter par le législateur une mesure d'ensemble, une unification de notre système fiscal. Cette unification, une fois faite, aurait, entre autres avantages, celui d'arrêter le cours de ces excès fiscaux, de ces mesures parfois arbitraires qui effraient les capitalistes et apportent dans le fonctionnement du marché financier des perturbations parfois profondes.

CONCLUSION

Au moment de terminer cette étude, il ne nous semble pas inutile de jeter un coup d'œil d'ensemble sur ce marché financier de Paris, dont nous avons si souvent parlé, en vue de montrer sa puissance, sa situation actuelle, et, si possible, l'avenir qui lui paraît réservé surtout après l'ébranlement profond que les événements internationaux ont fait subir au monde économique.

I

Exception faite des périodes troublées, tous les économistes accordent à notre marché de Paris une vigueur et une vitalité remarquables. On reconnaît généralement que le tempérament français pousse à l'épargne et au placement. Le caractère distinctif du Français serait plutôt, estiment les hommes compétents, de transformer les revenus en une nouvelle source de revenus, au moyen de placements réalisés d'une façon plus ou moins judicieuse. Il en résultera, on le comprend, une puissance d'épargne considérable qui fera du marché financier français comme le banquier du monde en-

tier. On pourrait rechercher, pour expliquer ce fait, d'autres causes que le phénomène psychologique que nous venons de signaler; et il est certain que la situation interne et l'organisation économique de notre pays doivent y contribuer pour une certaine part, notamment en ce que beaucoup de Français peuvent s'alimenter avec les revenus en nature de leur seule propriété et conservent dès lors leurs revenus en argent pour souscrire à des placements nouveaux.

Quoi qu'il en soit, nous n'avons pas à rechercher ici les causes de la puissance du crédit français. Le fait étant généralement reconnu comme vrai, nous avons plutôt à en rechercher les conséquences.

La conclusion principale que l'on peut en tirer, c'est que le marché financier français est, non seulement susceptible d'alimenter les besoins intérieurs, mais encore se déverse dans presque tous les Etats étrangers. C'est ce qui explique le nombre considérable des titres étrangers qui circulent en France; c'est ce qui permettait à M. Neymarck de dire, le 27 juillet 1894, à la Commission extra-parlementaire de l'impôt sur le revenu, qu'il existait environ vingt milliards de valeurs étrangères circulant en France, tant actions et obligations que fonds d'Etats. Depuis vingt ans, ce chiffre n'a pu qu'augmenter, et actuellement, on peut dire que presque tous les Etats du monde ont recours à nos capitaux, et cherchent à introduire leurs fonds sur notre Bourse. Nous avons montré, et il est facile de s'en rendre compte par la lecture d'une cote,

que toutes les puissances de l'ancien ou du nouveau continent viennent chercher, sur notre marché, les capitaux qui serviront à assurer leur prospérité; il n'y a que l'Allemagne qui en soit exclue officiellement par un protectionnisme dû à un sentiment patriotique très explicable.

En somme, de la puissance de notre marché financier, résulte la présence sur ce marché d'une variété considérable de valeurs, permettant au capitaliste de choisir entre des placements aux caractères les plus variés.

II

Mais ce n'est pas la seule conclusion à tirer; ce n'est pas seulement la variété des titres qu'il faut considérer, c'est encore, et surtout, la multiplicité numérique de ces titres; on peut poser, en effet, en principe, que les introductions de valeurs sur notre marché atteignent une importance considérable, et que, chaque année, le montant global des valeurs admises à la cote s'élève à plusieurs milliards.

Des chiffres précis seraient peut-être assez difficiles à donner; ils auraient tout au moins l'inconvénient de transformer cet aperçu général en un examen de statistique qui risquerait de devenir fastidieux. Nous préférons nous en tenir à des chiffres d'ensemble, qui, à défaut de précision officielle, auront au moins l'avantage de fournir à l'esprit des indications suffisamment nettes.

Dans des articles judicieux et bien documentés,

publiés dans l'*Economiste français,* M. P. Leroy-Beaulieu fournit des renseignements assez précis sur la valeur globale des titres admis chaque année à notre cote officielle. D'après lui, les admissions à la cote se seraient élevées, en 1910, à 4.740 millions, et, en 1911, à 4.080 millions (1). Ces chiffres, on le voit, sont très élevés ; mais on constate, dans la dernière année normale connue, c'est-à-dire en 1913, une diminution de ces chiffres, et une certaine dépression dans l'activité du marché. « Les titres admis au marché officiel en 1913, dit M. Leroy-Beaulieu, représentent une valeur, au cours d'admission (2), de 3 milliards 790 millions... ; pour limiter la comparaison aux quatre dernières années, celles de 1910 à 1913, les admissions de valeurs au marché financier français auraient été d'environ 540 millions de francs inférieures, en 1913, à la moyenne des admissions dans les trois années précédentes. »

A côté des admissions sur le marché officiel, quelle est la quantité approximative des titres admis en coulisse? Le chiffre est difficile à déterminer. Si nous nous en tenons sur ce point aux évaluations de M. P. Leroy-Beaulieu, nous verrons

---

(1) *Economiste français*, 10 janvier 1914.

(2) « Le cours d'admission est toujours majoré sur le cours nominal qui, en l'espèce, pour le chiffre que nous donnons, est de 3.306 millions. Cette différence vient de ce qu'au lieu d'émettre les valeurs au pair, on les introduit en Bourse avec une majoration souvent très forte. »

que, d'une manière générale, dans ses calculs, il fait entrer l'admission au marché libre pour environ 1 milliard par an (1). On se rend compte, en ajoutant ce chiffre à ceux du marché officiel, de l'importance énorme des affaires qui s'offrent chaque année aux capitalistes de notre pays.

En se plaçant à un point de vue différent, il serait peut-être intéressant de fournir quelques indications, à titre d'exemple, et pour fixer les idées, sur le détail de l'admission et les diverses catégories de valeurs admises.

En 1911, le chiffre total des titres admis en Bourse et en banque a été évalué à 4 milliards 798 millions. Comment se décompose ce chiffre au point de vue du mode de rendement de ces titres et de leur forme extérieure? Nous trouvons les chiffres respectifs suivants (2) :

Valeurs à revenu variable......	2.346 millions
Valeurs à revenu fixe.........	2.452 millions

Cette dernière catégorie se décompose ainsi :

Fonds publics	1.333 millions
Obligations	1.119 millions

On voit, en somme, qu'il n'y a pas de disproportion sensible entre le nombre des valeurs à revenu fixe et celui des valeurs à revenu variable. Chaque catégorie a d'ailleurs ses mérites propres, et il n'y

(1) *Economiste français*, numéros des 6 janvier 1912 et 20 septembre 1913.
(2) *Id.*, 6 janvier 1912.

a pas lieu de s'attacher spécialement à l'une à l'exclusion absolue de l'autre; nous croyons, au contraire, qu'une répartition à peu près égale de ces deux sortes de titres dans le portefeuille d'un capitaliste aurait l'avantage de concilier, dans la mesure du possible, la notion de sécurité avec celle de rendement fructueux.

Il importe encore d'examiner les chiffres d'admission à un autre point de vue, et de considérer la nationalité des valeurs admises. En 1912, M. Klotz, ministre des finances, indiquait la répartition suivante:

Valeurs françaises	1.782 millions
Valeurs étrangères	1.635 millions

Il y avait donc une proportion à peu près égale entre les deux groupes. Mais, dès le premier semestre 1913, la balance penchait en faveur des valeurs françaises; en effet, sur un chiffre total d'admission de 1 milliard 999 millions, pour ces six mois, nous trouvons:

1.135 millions, valeurs françaises,
864 millions, valeurs étrangères (1).

Les quelques chiffres que nous venons de fournir doivent être surtout considérés comme ayant une portée relative, et comme donnant une idée approximative des proportions d'admission dans les différentes catégories de valeurs. Ils permettent

(1) *Economiste français*, 20 septembre 1913.

surtout de se rendre compte de la quantité énorme d'épargne qui est, chaque année, en quête de placement sur notre marché. Néanmoins, comme des chiffres de 3 milliards et demi ou 4 milliards peuvent paraître un peu surprenants, il importe de se rendre compte que ces chiffres ne correspondent pas exactement à l'intégralité des capitaux fournis par la France; en effet, une certaine quantité des titres se négociant sur notre marché est acquise par des capitalistes étrangers, surtout Belges ou Suisses, et, par conséquent, avec des capitaux étrangers. En outre, il ne faut pas oublier que certains Etats, revenus à une meilleure situation, comme l'Italie, l'Espagne, les Etats scandinaves, rachètent leurs rentes sous forme d'amortissement; il y a donc, chaque année, une certaine quantité d'épargne, jusqu'alors employée dans un placement, qui devient libérée, et peut, par suite, faire face à d'autres sollicitations; et ainsi, dans l'ensemble des capitaux disponibles, il faut, à côté de l'épargne nouvelle proprement dite, faire une place à cette ancienne épargne ainsi libérée.

Ces remarques étaient nécessaires pour éviter des exagérations et des erreurs d'appréciation de la part de ceux qu'illusionnerait le miroitement des chiffres et des milliards. Néanmoins, elles n'affaiblissent guère les opinions que nous avons formulées, car, malgré ces réserves et ces restrictions, le total de l'épargne annuelle disponible est encore assez considérable pour faire de notre marché fi-

nancier l'un des plus importants du monde, sinon le premier.

III

Recherchons maintenant quelles ont été, depuis quelques années, les fluctuations de ce marché?

Disons tout de suite que les perturbations internationales qui ont enrayé pour longtemps encore la vie économique du monde, ne nous permettent pas de pousser nos investigations au-delà du premier semestre de 1914. Mais, en ne tenant pas compte de la période ultérieure, sous peine de tomber dans des erreurs d'appréciation, voyons la situation boursière des principales catégories de valeurs.

Dans les fonds d'Etats s'est manifestée, dans ces derniers temps, une baisse assez caractérisée. Or, par un phénomène financier bien connu, cette baisse a pour effet de donner à ces titres un taux de capitalisation plus élevé. Aussi les fonds d'Etat deviennent donc assez rémunérateurs et susceptibles d'intéresser les capitalistes qui recherchent beaucoup moins les spéculations résultant des variations de cours qu'une sécurité presque absolue.

Il est malaisé de parler en ce moment des mérites respectifs des divers fonds d'Etats. Tous sont actuellement entraînés dans l'effroyable tourmente financière et économique suscitée par la guerre européenne de 1914. Nous pouvons toutefois indiquer qu'en période normale, les personnes compétentes,

tout en reconnaissant à la presque totalité des fonds d'Etats des avantages incontestables, conseillaient particulièrement aux capitalistes français les rentes anglaises et françaises, les fonds russes, les titres du Japon, de l'Argentine et du Brésil, pays ayant un avenir économique brillant, et tout particulièrement les fonds Egyptiens, garantis par le Gouvernement anglais et paraissant à l'abri des aléas provenant d'une guerre. A la même époque, on s'étonnait avec raison de la faveur inexplicable qui accueillait sur notre marché les fonds autrichiens, que des raisons politiques et diplomatiques devraient tenir éloignés des portefeuilles français pour les mêmes motifs que les fonds allemands.

En somme, on estime que, sans risque sérieux, un capitaliste détenant un certain nombre de fonds d'Etats bien choisis et bien répartis géographiquement, pourrait réaliser un revenu moyen d'environ 4,5 0/0 (1).

Si nous passons au groupe des valeurs à revenu fixe, obligations françaises ou étrangères, nous constatons ici encore une certaine dépression, attribuée, d'après certains financiers dont l'opinion est d'ailleurs plus ou moins contestable, aux excès fiscaux de la plupart des Gouvernements et aux menaces d'impôt sur ce qu'ils appellent « la malheureuse richesse acquise ». On estime cependant

(1) *Economiste français*, 14 juin 1913.

qu'on peut trouver, dans les placements en obligations françaises, un revenu moyen de 3 1/4 0/0, et parmi les obligations étrangères bien choisies, un revenu de 4,5 0/0 et même 5 0/0 (1). On bénéficie, en outre, des primes de remboursement qui méritent d'être considérées, surtout pour certaines obligations remboursables dans un délai assez court. Les avantages ci-dessus, joints à une sécurité assez grande, font regretter que les capitalistes abandonnent un peu cette catégorie de placements pourtant intéressants (2).

On peut cependant signaler que, dans ce groupe, les portefeuilles français s'ouvrent assez volontiers aux obligations de chemins de fer nationaux ou étrangers. Le public est généralement séduit par le caractère de sécurité qui se dégage de ces titres, par les garanties gouvernementales qui y sont ordinairement attachées, et par des primes de remboursement qui accroissent leur rendement. A côté des obligations, les chemins de fer offrent des actions qui sont également très appréciées ; nous tombons ici dans des valeurs à revenu variable ; néanmoins si certaines compagnies, comme le Midi et l'Ouest, n'ont pas une situation particulièrement favorable, il en est d'autres, comme le Nord et le P.-L.-M., qui servent à leurs actionnaires des dividendes très avantageux.

---

(1) *Economiste français*, 21 et 28 juin 1913.
(2) *Id.*, 17 et 24 janvier 1914

Dans le compartiment des sociétés de crédit, il importe de faire une distinction. Il existe, en effet, d'une part, des institutions de crédit proprement dites, comme le Crédit Lyonnais, la Société Générale, le Comptoir National d'Escompte, le Crédit Industriel et Commercial. Ces établissements se livrent aux véritables opérations de banque : leurs opérations ayant peu d'aléa, et ces organismes étant anciens et solides, les actions qu'ils émettent sont de nature à satisfaire les capitalistes les plus timides. Il existe, d'autre part, des banques dites « d'affaires » qui se spécialisent, au contraire, dans des opérations de large envergure, s'entendent pour réaliser entre elles un consortium qui assurera le placement des émissions et des emprunts d'Etats étrangers. Telles sont la Banque de Paris et des Pays-Bas, la Banque de l'Union Parisienne, la Banque française pour le Commerce et l'Industrie. Ces organismes peuvent tirer de telles opérations des bénéfices considérables ; mais, par suite de leurs rapports constants avec l'étranger, leur situation peut être parfois précaire et aléatoire ; les capitalistes doivent donc considérer leurs actions avec une certaine prudence.

Reste la catégorie des valeurs industrielles proprement dites ; c'est là que se rencontre la plus grande variété. C'est le groupe favori des capitalistes français qui sont, paraît-il (1), beaucoup plus

---

(1) *Economiste français*, 6 janvier 1912.

audacieux qu'on ne le croit généralement et qu'on aurait plutôt besoin d'assagir que de stimuler. Dès lors, faut-il multiplier ces valeurs dans les portefeuilles des rentiers? Si nous en croyons M. P. Leroy-Beaulieu, il faut, au contraire, agir avec précaution. Les valeurs industrielles sont le champ d'action de la spéculation et du jeu en Bourse. C'est aussi dans ce groupe que se lancent les affaires douteuses, et bien souvent, dans l'espoir d'un avenir brillant qui risque de se faire attendre longtemps, les capitalistes acceptent de mettre leurs fonds dans des placements peu rémunérateurs, alors qu'on leur offre des situations plus avantageuses, ou tout au moins d'un rapport plus immédiat. Nous pensons donc qu'il faut considérer le compartiment des valeurs industrielles avec une certaine précaution. Sans aller jusqu'à s'en écarter d'une façon absolue, il est prudent de ne pas placer tout son capital dans un tel groupe; une sage répartition des placements est la meilleure assurance contre les risques; si certains financiers mettent leur confiance dans l'avenir des valeurs à revenu variable, il n'en reste pas moins que le groupe des valeurs à revenu fixe tentera toujours le capitaliste aisé qui cherche moins l'accroissement de son capital que la rentrée régulière et sûre de ses intérêts.

IV

La situation du marché français, avant la période de crise qui s'est terminée par l'ouverture

des hostilités entre les Empires de l'Europe centrale et les puissances de la Triple-Entente, n'était déjà pas des plus florissantes, et dès le mois de mai 1914, la Bourse accusait une dépression assez nette. Le malaise provenait beaucoup plus de la tension diplomatique déjà manifeste que des menaces d'impôts sur la richesse acquise ou du délabrement financier, ainsi que l'ont prétendu quelques esprits chagrins et toujours mécontents.

Au 1er août 1914, avec les premiers actes d'hostilités, notre marché financier de Paris a été radicalement supprimé. Sa réouverture, en fin 1914, l'a montré fortement ébranlé, mais conservant encore une certaine vigueur.

Quel paraît être son avenir?

Il est difficile de faire des prédictions; les hommes les plus compétents ont parfois commis des erreurs grossières. Si nous répondons à cette question angoissante, c'est surtout en raisonnant par analogie avec ce que nous avons déjà vu, et ce que nous connaissons déjà de la solidité économique de notre pays.

Il ne faut pas parler de reprise immédiate; longtemps encore après la cessation des hostilités, notre marché financier, ainsi d'ailleurs que tous les autres, se ressentira de la crise. Mais la reprise économique qui suit généralement les périodes de dépression n'est pas compromise, selon nous; elle n'est, tout au plus, qu'ajournée pour un délai difficile à évaluer, mais qui sera peut-être moins long qu'on ne le croit.

Cette prédiction s'appuie sur les données de l'histoire; nous savons qu'après 1871, notre pays, fortement ébranlé, s'est rapidement relevé, grâce à la solidité de son crédit; nous savons qu'il possède de puissantes réserves économiques et financières, et qu'un Etat qui a été l'un des premiers du monde au point de vue de l'importance des capitaux disponibles, ne sombre pas dans une crise économique même aussi grave que celle que nous traversons.

Considérons également ce qui s'est passé en matière de Bourse pendant les périodes troublées de ces quelques dernières années, notamment pendant la guerre italo-turque, et, plus près de nous, le conflit balkanique. Chaque fois, le marché financier éprouva de violentes secousses; mais chaque fois aussi, il retrouva peu après sa situation normale. Avant l'aggravation de la situation balkanique de 1912, les cours des principaux fonds d'Etats se tenaient dans une moyenne assez normale. Le 12 octobre, au moment où le conflit balkanique se généralisa, une panique se produisit en Bourse, amenant une crise sur la plupart des valeurs. Mais cette chute considérable ne devait pas se maintenir; au 31 octobre, les cours avaient déjà quelque peu haussé, et, bien qu'on fût encore en pleine période d'hostilités, la crise boursière avait cessé.

Cet exemple nous permet de dire que, malgré une crise pourtant grave et qui avait un instant bouleversé le marché, celui-ci s'était néanmoins ressaisi et avait repris peu après sa physionomie normale.

Pourquoi n'en serait-il pas de même après la crise que nous traversons? Certes, elle dépasse de beaucoup, par son étendue, et par la gravité des intérêts qu'elle met en jeu, la crise balkanique dont nous venons de parler. Nous n'ignorons pas davantage qu'une grande guerre entrave non seulement l'essor des Etats belligérants, mais encore, par répercussion, celui de tous les Etats neutres en relation d'affaires et de crédit avec eux. Aussi, reconnaissons-nous aisément que la crise actuelle sera peut-être longue et lente à dénouer.

Mais nous ne renonçons pas pour cela à voir le marché financier reprendre dans un temps plus ou moins éloigné son aspect antérieur, et même redevenir plus calme et plus stable que par le passé. C'est qu'en effet la cause essentielle des perturbations financières nous paraît être la tension diplomatique et les troubles internationaux. Les menaces de guerre émeuvent les capitalistes, les effraient, leur montrent la fragilité et l'insécurité de leurs placements, les poussent à réaliser leur capital, bref, créent un affolement très grave pour la tenue du marché. Or, ces menaces de guerre ont sans cesse grondé depuis l'avènement du xxe siècle. Le militarisme, les armements, les préparatifs belliqueux, enfin quelques conflits locaux, comme la guerre italo-turque ou la guerre balkanique, ont entretenu dans les relations entre puissances un malaise dont la Bourse devait se ressentir. Les questions budgétaires ou fiscales n'ont pas dû influencer considérablement la situation boursière,

malgré les dires de certains auteurs, préoccupés beaucoup plus de politique que de science financière. Ce qui a surtout ébranlé le marché depuis ces quelques années, c'est la situation internationale troublée, ce sont les conflits diplomatiques, ce sont les conflits armés, c'est la menace perpétuelle de guerres nouvelles. Dès lors, quand on sera revenu à une période moins agitée, quand les nations voudront substituer à la haine et au massacre l'entente et la coopération, lorsqu'enfin régnera à nouveau sur le monde une paix qui, on peut l'espérer, sera durable et féconde, les bienfaits de cette paix rejailliront sur la vie financière comme sur toutes les branches de la vie sociale.

BIBLIOGRAPHIE

AUBRY (R.). — Admission à la cote des valeurs étrangères. Thèse Paris, 1912.

BÉZARD-FALGAS (J.). — Traité théorique et pratique du contentieux des transferts d'actions et d'obligations nominatives. Paris, 1905.

BOISSIÈRE (G.). — La Compagnie des agents de change et le marché officiel. Th. Paris, 1908.

BUCHÈRE (A.). — Traité des valeurs mobilières et effets publics, 1881.

CARTIER (R.). — Le régime des fonds d'Etats étrangers en France. Thèse Paris, 1905.

COLSON (C.). — Cours d'économie politique, 1903, t. II.

COURTOIS (A.). — Traité des opérations de Bourse et de change, 14e édition, revue par M. Emmanuel Vidal. Paris, 1910.

CRÉPON. — Négociation des effets publics et autres.

FONTAINE (H.). — La Bourse et ses opérations légales. Traité de droit financier, 1907.

FRANÇOIS. — Le monopole des agents de change. Revue d'économie politique, 1893.

GUILLAUME (L.). — L'épargne française et les valeurs mobilières étrangères. Th. Paris, 1907.

GUILMARD (E.). — De la vente directe des valeurs de Bourse sans intermédiaire. Thèse Caen, 1904.

HARISTOY (J.). — Le marché financier français. Paris, 1909.

HAYAUX DU TILLY (J.). — Du marché financier et de sa réglementation. Thèse Paris, 1901.

LABROUSSE (C.). — Du conditionnement des valeurs mobilières. Revue politique et parlementaire, 1896.

LANZAC DE LABORIE. — Mémoires de l'Académie des sciences morales et politiques, année 1910, page 408.

LÉON (E.). — Etude sur la coulisse et ses opérations. Thèse Paris, 1896.

LEROY-BEAULIEU (P.). — Divers articles de l'Economiste français.

LÉVY (R.-G.). — Les capitaux français à l'étranger. Revue des Deux-Mondes, 1897, page 415.

— Psychologie des placements. Revue d'économie politique, février 1905.

LYON-CAEN et RENAULT. — Manuel de droit commercial, 1913.

— Traité de droit commercial, t. IV.

MOYE (M.). — Précis élémentaire de législation financière, 1912.

NEYMARCK (A.). — Finances contemporaines, 1905.

PAUL DAUPHIN (B.). — Emission et circulation des titres des sociétés étrangères en France. Thèse Paris, 1906.

RENOU (P.). — Les valeurs mobilières étrangères, leur rôle social et économique, leur régime fiscal. Thèse Paris, 1906.

SALZÉDO (N.). — La coulisse et la jurisprudence, 1882.

THALLER. — Syndicats financiers d'émissions. Annales de droit commercial, 1911, page 88.

VIDAL (Em.). — La publicité légale des émissions et circulations. Cote de la Bourse et de la Banque, 1er mars 1907.

WAHL (A.). — Régime fiscal des valeurs mobilières.

— Le représentant responsable des sociétés étrangères vis-à-vis du fisc. Clunet, 1899, p. 913.

WALDMANN. — La profession d'agent de change, 1888.

***

Bulletin de la Société d'économie politique nationale.

Economiste français.

Rapports au Congrès international des valeurs mobilières de Paris, 1900.

Journal officiel.

Recueils de jurisprudence.

VU ET PERMIS D'IMPRIMER :

Montpellier, le 27 février 1915.

Le Recteur,

Ant. BENOIST.

Vu et approuvé :
Montpellier, le 27 février 1915.
Le Doyen,
BRÉMOND.

Vu : Le Président de la Thèse
Montpellier, le 26 février 1915.
Jules VALÉRY

TABLE DES MATIÈRES

DEUXIÈME PARTIE

COMMENT S'OPÈRE L'ADMISSION A LA COTE

TROISIÈME PARTIE

CONSÉQUENCES DE L'ADMISSION A LA COTE